INFORME ANUAL 2007

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

INFORME ANUAL 2007

La recepción de información para la elaboración de este Informe terminó el día 9 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, 2008
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
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BE	Banco de España
BOE	Boletín Oficial del Estado
CBE	Circular del Banco de España
CCAA	Comunidades Autónomas
CCLL	Corporaciones Locales
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros
CEM	Confederación Española de Mutualidades
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas
CNE	Contabilidad Nacional de España
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España
DEG	Derechos Especiales de Giro
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DGT	Dirección General de Tráfico
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera
EC	Entidades de Crédito
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)
EUROSTAT	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas
EPA	Encuesta de población activa
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola
FFPP	Fondos de Pensiones
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial
FSE	Fondo Social Europeo
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
INE	Instituto Nacional de Estadística
INEM	Servicio Público de Empleo Estatal
INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPI	Índice de Producción Industrial
IPRI	Índice de Precios Industriales
IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados no Energéticos
ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
OBS	Obra Benéfico Social
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
OM	Orden Ministerial
OOAA	Organismos Autónomos
OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
OSR	Otros Sectores Residentes
PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
PIB	Producto Interior Bruto
PIB pm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
PNB	Producto Nacional Bruto
RD	Real Decreto
RM	Resto del mundo
SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
SEC	Sistema Europeo de Cuentas
SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
SME	Sistema Monetario Europeo
TAE	Tasa Anual Equivalente
TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
UE 27	Países correspondientes a la Unión europea desde 1.1.2007
VNA	Variación Neta de Activos
VNP	Variación Neta de Pasivos

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EEK (corona estonia)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	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€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T_j^i	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m_j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

ÍNDICE GENERAL

1 RASGOS BÁSICOS

1 Introducción 15
2 Los cambios en la coyuntura internacional 16
2.1 El crecimiento y la inflación de la economía mundial en 2007 16
2.2 Las turbulencias financieras y las perspectivas para 2008 19
3 La política monetaria en la zona del euro 23
4 La maduración del ciclo y la desaceleración de la economía española 24
4.1 La moderación de la demanda interna 28
4.2 La mejora de la demanda exterior 30
4.3 La contención del dinamismo de la actividad y el empleo 31
4.4 El repunte de la inflación 33
5 Perspectivas de crecimiento y políticas económicas 34

2 DESACELERACIÓN Y REEQUILIBRIO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: EL CICLO INMOBILIARIO Y EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE TRABAJO

1 Introducción 45
2 El ciclo inmobiliario 46
2.1 Expansión, desaceleración y soportes estructurales del sector inmobiliario 46
2.2 Los canales de transmisión de la desaceleración inmobiliaria y el reequilibrio de la demanda agregada 53
3 El mercado de trabajo 58
3.1 Los costes laborales unitarios y la inercia nominal 58
3.2 Flexibilidad laboral y reasignación sectorial 61

3 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

1 Rasgos generales 69
1.1 La economía mundial en 2007 69
1.2 El punto de inflexión: las turbulencias financieras 77
1.3 Perspectivas y factores de riesgo 83
2 Estados Unidos 86
3 Reino Unido 87
4 Japón 88
5 China y resto de Asia 89
6 América Latina 89
7 Los nuevos Estados miembros de la Unión Europea 91

4 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

1 Las condiciones económicas en el área del euro 95
1.1 La actividad y el empleo 97
1.2 Precios y costes 102
2 Las políticas económicas 103
2.1 La política fiscal 103
2.2 Las políticas estructurales 105
3 La política monetaria común y las condiciones monetarias y financieras en el área del euro 109
3.1 Las decisiones de política monetaria 109
3.2 La evolución financiera en la zona del euro 110

5 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1 Las políticas económicas 119
1.1 Las condiciones monetarias y financieras 119
1.2 La política fiscal 121

1.3 Las otras políticas económicas 124
2 La demanda 125
2.1 La demanda nacional 125
2.2 La demanda exterior 131
3 La actividad 137
4 El mercado de trabajo 138
5 Los precios y los costes 142
6 Las necesidades de financiación de la nación y la cuenta de capital de los sectores institucionales 144

6 LA EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA
1 Introducción 151
2 Los flujos financieros de la economía española 153
2.1 Los hogares 153
2.2 Las sociedades no financieras 153
2.3 Las Administraciones Públicas 156
2.4 La inversión y la financiación exterior de la economía española 156
3 Los mercados financieros españoles 158
3.1 Los mercados primarios 158
3.2 La actividad en los mercados secundarios 161
3.3 Los precios negociados en los mercados secundarios 162
4 Los intermediarios financieros españoles 164
4.1 Las entidades de crédito 164
4.2 Los inversores institucionales 167
5 La posición patrimonial del sector privado no financiero 168
5.1 Los hogares 168
5.2 Las sociedades no financieras 170

7 INFORME DE GESTIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA EN 2007
1 Introducción 175
2 Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema 175
3 Actividades internacionales 176
3.1 Relaciones internacionales 177
3.2 Conferencias, reuniones y seminarios organizados por el Banco de España 180
4 Análisis económico e investigación 181
4.1 Áreas prioritarias de análisis 181
4.2 Relaciones con la comunidad académica 182
4.3 Difusión y comunicación 182
5 Supervisión y regulación bancaria 182
5.1 Actividad supervisora 182
5.2 Actividad sancionadora 185
5.3 Cambios normativos 186
5.4 Información financiera y prudencial 187
5.5 Central de Información de Riesgos 189
6 Funciones operativas 189
6.1 La gestión de los activos del Banco de España 189
6.2 La gestión de los sistemas de pago 191
6.3 La gestión de los billetes 193
7 Estadísticas 193
7.1 La función estadística del Banco de España 193
7.2 Principales novedades durante 2007 194
7.3 Otros trabajos relacionados con la recogida, gestión y difusión de la información estadística 196

8 Servicio de Reclamaciones 196
9 Comunicación externa 197
9.1 Relaciones con los medios de comunicación 198
9.2 Programa de comunicación institucional 199
9.3 Cooperación con el SEBC 200
10 Organización y administración interna 200
10.1 Recursos Humanos y Organización 200
10.2 Administración e Inmuebles 201
10.3 Gestión Documental Corporativa 201
10.4 Sistemas de Información y Procesos 202
10.5 Intervención General 203
10.6 Auditoría Interna 203

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA
1 Introducción 207
2 Balance y cuenta de resultados 208
3 Memoria explicativa 211
4 Información específica requerida por el artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994 244

ANEJO LEGISLATIVO
1 Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2007 hasta marzo de 2008 255
2 Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación 293

ÍNDICES
Índice de cuadros 297
Índice de gráficos 299
Índice de recuadros 301

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA
Organigrama general del Banco de España 305
Consejo de Gobierno 306
Comisión Ejecutiva 307

1 RASGOS BÁSICOS

Rasgos básicos

1 *Introducción*

La economía mundial se mantuvo en 2007 en una senda de dinamismo, si bien la desaceleración de la actividad en Estados Unidos, el aumento de los precios de las materias primas y la propagación de las turbulencias financieras en la segunda parte del ejercicio propiciaron un cambio de la coyuntura internacional y una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento que afectó principalmente a las economías desarrolladas. Las turbulencias financieras surgieron en Estados Unidos, desencadenadas por la crisis inmobiliaria que sufre dicha economía, pero adquirieron con rapidez una dimensión global. Las tensiones generadas en los mercados financieros internacionales han supuesto una importante modificación en la valoración de los riesgos, han bloqueado el funcionamiento de mercados fundamentales para la financiación mayorista de las instituciones financieras y han supuesto pérdidas voluminosas para algunas de ellas, lo que ha generado un clima general de desconfianza y la aparición de síntomas de fragilidad financiera. Aunque los efectos sobre la economía real tienden a aparecer con retraso, la envergadura alcanzada por este episodio representa una rémora para el mantenimiento del dinamismo económico, cuyo alcance final resulta difícil de aquilatar. En cualquier caso, los últimos datos macroeconómicos, referidos al cierre de 2007 y a los primeros meses de 2008, empiezan a reflejar su impacto en algunas de las principales economías desarrolladas, con claridad en Estados Unidos y en el Reino Unido, y de forma más atenuada en la zona del euro.

A su vez, el cambio de clima en la coyuntura internacional coincidió con un deterioro de la situación inflacionista de carácter bastante generalizado —tras varios años de moderación de la inflación a nivel mundial—, vinculado a las intensas subidas del precio del petróleo, de las materias primas agrícolas y, en general, de los alimentos, en un marco de fuerte expansión del gasto global, con una composición sesgada hacia la demanda de esta clase de bienes. La coincidencia del recrudecimiento de las tensiones inflacionistas con el debilitamiento del crecimiento económico y con la inestabilidad financiera ha dado lugar a la aparición de difíciles dilemas para la conducción de la política económica.

A lo largo del ejercicio, la economía española inició una trayectoria de desaceleración gradual que reflejaba la tendencia a la moderación de la demanda interna, impulsada sobre todo por la pérdida de dinamismo de la inversión residencial. No obstante, en el conjunto del año 2007 mantuvo un elevado ritmo de expansión, con una tasa de crecimiento promedio del PIB del 3,8%, solo una décima inferior a la de 2006. Este proceso resultaba coherente con la propia maduración del ciclo expansivo que había vivido la economía española durante algo más de una década y apuntaba hacia un ajuste, que permitiera encauzar las tensiones que se habían ido acumulando en esta etapa y que sentara las bases para alcanzar una senda de crecimiento más equilibrada y sostenible. Sin embargo, la eclosión del episodio de inestabilidad financiera en un momento en que la economía afrontaba un cambio de fase cíclica contribuyó a intensificar la pérdida de vigor de algunos componentes del gasto, propiciando, en particular, un ajuste más pronunciado en el sector inmobiliario. A su vez, el recrudecimiento de las tensiones inflacionistas en el ámbito internacional ha vuelto a poner al descubierto los sesgos alcistas en la formación de costes y precios que aún persisten en la economía española y que se han materializado en un marcado deterioro de la tasa de inflación y en un aumento del diferencial de precios con los países de la UEM en los últimos meses de 2007, a pesar de la pérdida gradual de vigor de la demanda interna. En los primeros meses de 2008, el proceso de desaceleración de la economía española se ha hecho más pronunciado, y el deterioro de la situación inflacionista, más acusado.

En este capítulo se repasan los rasgos básicos de la trayectoria seguida por la economía española al adentrarse en una fase de desaceleración, en el marco del cambiante escenario internacional y europeo, prestando particular atención al impacto de las turbulencias financieras, con el fin de esbozar las perspectivas de crecimiento y los requerimientos de política económica que se derivan de la nueva situación, tras una larga fase de continuada expansión. El comportamiento del sector inmobiliario, que tanta importancia está adquiriendo en el ajuste de la economía española, junto con el papel que han de desempeñar la demanda exterior neta —como elemento amortiguador de la desaceleración— y el mercado de trabajo —como factor de ajuste en la necesaria recomposición de la oferta y de la demanda—, es objeto de un tratamiento más detallado y profundo en el capítulo 2, desde un enfoque temático selectivo y una perspectiva más analítica.

2 Los cambios en la coyuntura internacional

2.1 EL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL EN 2007

En el conjunto de 2007 la economía mundial volvió a experimentar un elevado dinamismo. Por cuarto año consecutivo, el PIB mundial registró un incremento del 4,9%, de acuerdo con los datos del FMI, solo una décima menos que en 2006, culminando el cuatrienio de mayor crecimiento económico desde los años sesenta. Los flujos de comercio aumentaron también de manera más moderada que el año precedente, aunque llegaron a alcanzar una tasa de crecimiento próxima al 7%.

Otro año de expansión económica global…

El crecimiento estuvo impulsado por el dinamismo de la demanda interna en las economías emergentes —principalmente, en China e India—, que fueron responsables de dos tercios del crecimiento mundial. Por su parte, la actividad en los principales países industrializados mantuvo un cierto vigor hasta el tercer trimestre de 2007, cuando comenzaron a percibirse claras señales de ralentización. En particular, en Estados Unidos el acusado debilitamiento del sector inmobiliario —que ya se venía produciendo desde mediados de 2006— se conjugó con la eclosión de las turbulencias financieras (véase recuadro 1.1) para desembocar en una clara desaceleración de la demanda y en un marcado empeoramiento del mercado laboral a finales de 2007. De este modo, el producto avanzó un escaso 0,6%, en términos intertrimestrales anualizados, en los tres últimos meses de 2007. El encarecimiento de las materias primas energéticas y agrícolas también contribuyó a enfriar el consumo, a la vez que impulsó al alza la inflación, que alcanzó el 4% en febrero de 2008. La fuerte depreciación del dólar y la atonía de la demanda interna propiciaron, no obstante, un aumento de las exportaciones netas. De hecho, el déficit por cuenta corriente se redujo hasta el 5,3% del PIB en 2007, casi un punto porcentual inferior al de 2006. La información disponible sobre el comportamiento de la economía estadounidense durante los primeros meses de 2008 apunta hacia el mantenimiento de la atonía, con ritmos de avance del producto que podrían terminar siendo muy débiles o, incluso, negativos. En cualquier caso, la incertidumbre que se cierne sobre la profundidad y la duración de esta etapa de ajuste es muy elevada, y dependerá de factores como la dimensión de la corrección final del mercado de la vivienda, el alcance de las perturbaciones desencadenadas en el sector financiero o el efecto que tengan las políticas de estímulo monetario y fiscal emprendidas por las autoridades.

Por su parte, el PIB del área del euro alcanzó en 2007, y por segundo año consecutivo, una tasa de variación superior al 2,5%. Este dinamismo en el entorno del crecimiento potencial del área, al que contribuyó significativamente la favorable evolución económica de Alemania y de España, se basó en un patrón de crecimiento muy similar al del año anterior. Así, aunque las exportaciones se beneficiaron del entorno internacional antes descrito, la demanda interna fue el principal impulsor, y en particular, la inversión, ya que el consumo privado se mantuvo débil, a pesar del elevado ritmo de creación de puestos de trabajo.

pero con presiones inflacionistas…

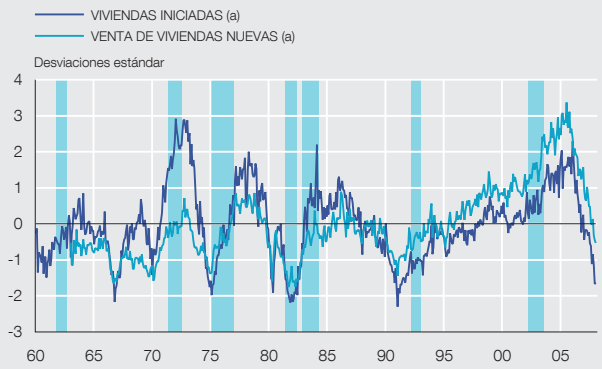
El mantenimiento del dinamismo de la demanda, sobre todo de los países emergentes, junto con la baja capacidad excedente de producción, propició un nuevo incremento generalizado de los precios de las materias primas. El crudo Brent aumentó su precio en dólares alrededor

Desde el año 2002 la economía estadounidense había experimentado una fase de expansión robusta y prolongada, apoyada en unas políticas económicas moderadamente expansivas y en unas condiciones financieras persistentemente holgadas, que promovieron el dinamismo de la demanda interna. A inicios de 2006, el ciclo alcista del mercado inmobiliario —uno de los soportes del avance del consumo— llegó a su fin. No obstante, aunque la experiencia indica que los ajustes del mercado de la vivienda tienen un impacto notable sobre el resto de la economía, el PIB mantuvo en los dos años siguientes un ritmo de crecimiento cercano a su potencial. Solo en los últimos trimestres de 2007 las turbulencias financieras se han conjugado con el ajuste inmobiliario para desembocar en una fuerte desaceleración de la actividad en Estados Unidos a partir de finales de ese año.

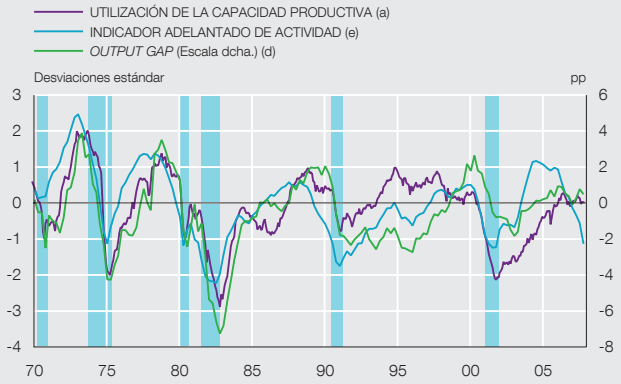
El ajuste del mercado inmobiliario se ha visto reflejado en una fuerte corrección de los precios y en una reducción de la inversión residencial y de la demanda de vivienda (gráfico 1). Cabe subrayar que las características propias, de carácter económico y financiero, de este mercado en Estados Unidos hacen que tanto los precios como las cantidades tiendan a presentar oscilaciones relativamente amplias. Entre el segundo trimestre de 2006 y en el cuarto trimestre de 2007, los precios de la vivienda han caído un 10,2%, y los futuros sobre este índice apuntan a una prolongación del ajuste, de forma que la caída acumulada podría duplicarse a finales de 2009. Por su parte, desde el inicio de la corrección hasta finales de 2007, el número de viviendas iniciadas ha caído un 56% y los permisos de construcción un 52%, mientras que las ventas de viviendas nuevas han descendido un 57% y las de segunda mano un 32%.

A pesar de que la inversión residencial ha venido detrayendo, en promedio, más de un punto porcentual del crecimiento trimestral anualizado del PIB desde el segundo trimestre de 2006, la desaceleración de la actividad fue extraordinariamente suave y moderada, y hasta

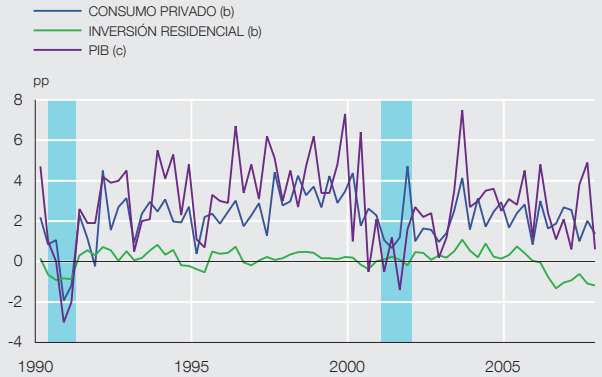
1 CICLO INMOBILIARIO



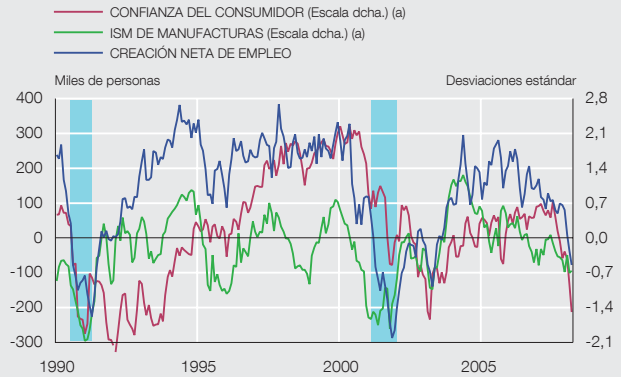
2 CICLO ECONÓMICO



3 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB



4 EMPLEO Y CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



FUENTES: Bureau of Census, Bureau of Economic Analysis, OCDE, Reserva Federal, Institute for Supply Management y Bureau of Labor Statistics.

Las zonas sombreadas indican períodos de recesión de acuerdo con la clasificación del National Bureau of Economic Research.

a. Variable normalizada, medida como la diferencia entre el indicador y su media histórica (desde 1960 para gráfico 1, y desde 1970 para gráficos 3 y 4), expresada en desviaciones estándar.
b. Contribución al crecimiento trimestral anualizado.
c. Tasa de crecimiento trimestral anualizado.
d. Desviación del PIB respecto al PIB potencial, en porcentaje de PIB potencial.
e. Variable normalizada, medida como la desviación del indicador respecto a la tendencia histórica desde 1960, expresada en desviaciones estándar.

mediados del año pasado estuvo acompañada de unas favorables expectativas de crecimiento. Estas expectativas se basaban, en buena medida, en que el impacto del ajuste del sector inmobiliario sobre otros sectores de la economía podría ser limitado. El consumo debería haberse visto afectado por los efectos riqueza negativos generados por una caída de los precios de la vivienda, pues la evidencia muestra un retardo de uno a cinco trimestres desde el inicio de la corrección del mercado inmobiliario hasta su contagio a los demás componentes. Sin embargo, en este ciclo el consumo privado continuaba registrando un notable dinamismo casi dos años después del inicio del ajuste, apoyado en la buena marcha del empleo y, probablemente, en unas condiciones financieras que seguían siendo holgadas, a pesar de la retirada del estímulo monetario en los tres años anteriores.

Sin embargo, desde una perspectiva más amplia, algunos indicadores ya apuntaban, en 2007, a la maduración del ciclo en Estados Unidos. Así, la utilización de la capacidad productiva regresó en 2005 a su nivel promedio histórico por primera vez desde 2000 y la brecha de producción *(output gap)* se cerró a mediados de 2006 (gráfico 2). Asimismo, el indicador adelantado de actividad inició un fuerte descenso respecto a su tendencia histórica a partir del primer trimestre de ese año.

Por otro lado, había elementos que apuntaban a que el ajuste inmobiliario en Estados Unidos aún no se había completado y a que sus efectos no se habían hecho sentir completamente sobre la actividad. En primer lugar, la fase alcista previa había sido la más larga e intensa de la historia reciente. En segundo lugar, la corrección era insuficiente en comparación con los episodios de ajuste de los últimos 50 años[1]. A la postre, la caída en el mercado inmobiliario, que prosigue con intensidad, ha terminado siendo más profunda y duradera de lo previsto inicialmente, y posiblemente la inversión residencial continúe contribuyendo negativamente al crecimiento del PIB por lo menos durante el resto del año. En tercer lugar, el ajuste del sector residencial ha sido históricamente un buen indicador adelantado del ciclo económico, y ocho de las diez recesiones ocurridas desde la Segunda Guerra Mundial han sido precedidas por una caída del mercado inmobiliario (gráfico 1). De hecho, la contribución media de la inversión residencial al crecimiento del PIB es reducida pero muy volátil, aumentando notablemente en períodos de expansión y protagonizando buena parte del ajuste durante las contracciones[2] (gráfico 3). Estos tres elementos no se incorporaron en las expectativas de crecimiento hasta antes del inicio de las turbulencias financieras del verano de 2007.

Las turbulencias financieras aceleraron e intensificaron el ajuste en curso en el sector inmobiliario y se conjugaron con este —que ya lastraba notablemente la actividad— para precipitar a la economía en una senda de fuerte desaceleración. El episodio de inestabilidad produjo, desde el tercer trimestre de 2007, un acusado deterioro de la confianza de los consumidores y de los empresarios (gráfico 4) y un endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito para ambos tipos de agentes a partir del último trimestre del año. Ya en los últimos meses de 2007 y en los primeros de 2008 se hizo evidente que se había producido un cambio drástico en la evolución de la actividad, subrayado por el debilitamiento de la producción industrial, del consumo privado y del mercado laboral. Únicamente el sector exterior ha mostrado recientemente un comportamiento favorable, aportando en promedio un poco más de una cuarta parte del crecimiento en 2007.

Dado el peso del consumo privado en el PIB de Estados Unidos (71%, uno de los más altos de la OCDE), su evolución será fundamental para determinar la profundidad de la ralentización económica y, en cierta medida, la evolución en los mercados financieros. Las perspectivas apuntarían a una ralentización del consumo, a juzgar por las señales de debilidad del empleo, el endurecimiento de las condiciones de crédito y la fuerte contracción de la confianza de los consumidores (gráfico 4).

En resumen, la economía norteamericana ha mostrado una persistente resistencia al período de corrección del sector inmobiliario iniciado a principios de 2006. Sin embargo, debido a ello probablemente se han subestimado algunas señales que, tradicionalmente, han demostrado ser buenos indicadores adelantados del ciclo económico, así como la evidencia de que el ciclo real había entrado en una fase de maduración. En este contexto, las turbulencias financieras del verano de 2007 se cruzaron en la corrección en marcha en el mercado inmobiliario para desencadenar un marcado ajuste de la actividad económica en Estados Unidos. La resistencia inicial del consumo privado se ha erosionado y este ofrece ahora unas perspectivas de ralentización, dada la pérdida de los soportes previos sobre la actividad real y financiera.

1. Véase R. Roubini y C. Menegatti (2007), «The housing market is still far from bottoming out», manuscrito, marzo.

2. Véase E. Leamer (2007), *Housing and the Business Cycle,* Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Symposium, septiembre.

de un 50% con respecto a los niveles de cierre del año previo y continuó su tendencia creciente en los primeros meses de 2008, hasta alcanzar puntualmente máximos históricos por encima de los 130 dólares/barril, un precio cuatro veces superior al promedio de 2002. Asimismo, los precios de los metales industriales mostraron cierta corrección a la baja a partir del segundo trimestre de 2007, pero retornaron a comienzos de 2008 a niveles próximos a los máximos alcanzados el año previo, más de dos veces y media por encima de los de 2002. Por su parte, las materias primas agrícolas también mostraron fuertes alzas, debido, en buena

parte, a un incremento estructural de su demanda, al compás del aumento de la renta en las economías emergentes, pero también a perturbaciones adversas de oferta, ligadas a la climatología en algunas zonas productoras importantes, al incremento de los costes de producción y al efecto de políticas de restricción de exportaciones por parte de algunos productores importantes. A diferencia de lo acontecido en los años anteriores, el elevado crecimiento de los precios de las materias primas en los mercados internacionales tuvo un mayor impacto sobre los índices generales de precios a escala global, especialmente en la segunda parte de 2007. En el conjunto del año, la tasa de inflación mundial se situó en el 4,2%, frente al 3,7% del ejercicio anterior, si bien el repunte afectó de forma particular a los componentes más volátiles de los índices de precios de consumo, energía y alimentos, ampliándose la brecha entre la inflación total y la subyacente.

2.2 LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS Y LAS PERSPECTIVAS PARA 2008

y con un perfil claro de desaceleración a finales de 2007, inducido por el episodio de turbulencias financieras.

En el verano de 2007 se desencadenó un episodio de turbulencias en los mercados financieros internacionales, que habrían de resultar duraderas e intensas. Las tensiones generadas han sido particularmente agudas en los mercados monetarios y han provocado un cambio muy notable en la valoración del riesgo en los mercados de capitales, y como resultado de todo ello se ha producido un endurecimiento de las condiciones de financiación del sector privado.

Aunque el origen de las turbulencias estaba muy localizado, se extendieron rápidamente a los mercados financieros internacionales.

El incremento de la morosidad de los créditos hipotecarios estadounidenses de alto riesgo *(subprime)* actuó como detonante de este episodio (véase gráfico 1.1). A pesar de la acotada dimensión de este segmento del mercado hipotecario americano (suponía un 13% del total de los créditos hipotecarios a finales del tercer trimestre de 2007), la inestabilidad se trasladó velozmente a los mercados financieros internacionales, como consecuencia, sobre todo, de la proliferación de complejos mecanismos para transferir riesgos desde las entidades prestatarias originarias hacia otros agentes.

La existencia de complejos productos financieros estructurados facilitó la rápida traslación de las turbulencias financieras a los mercados monetarios…

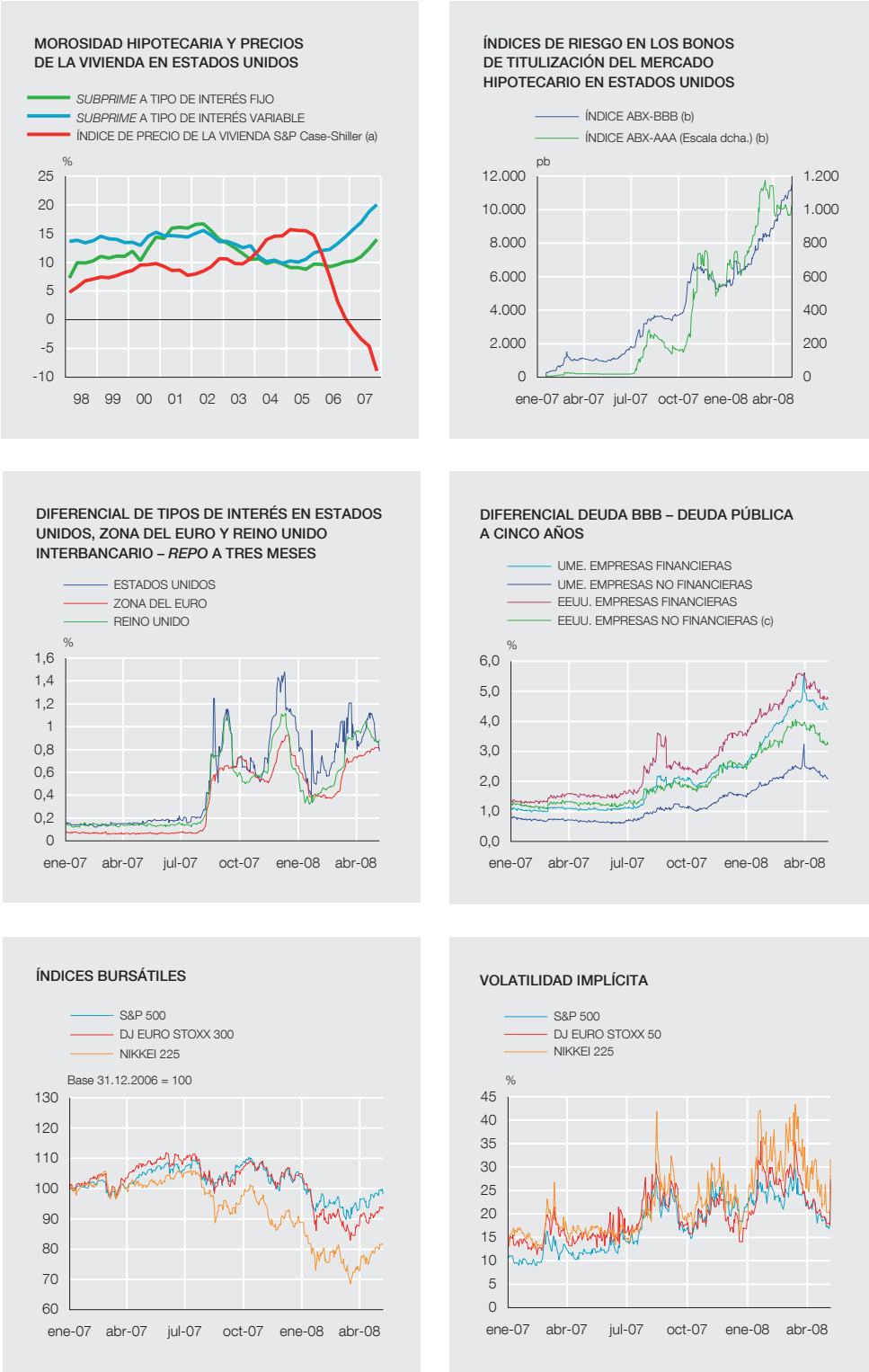
La titulización de créditos bancarios ha sido en los últimos años uno de los principales elementos dinamizadores de los mercados financieros internacionales. La posibilidad de agrupar mediante distintos mecanismos los préstamos bancarios y de convertirlos en activos negociables ha abierto las puertas a las entidades de las principales economías a nuevas fuentes de financiación. Asimismo, ha incrementado las oportunidades de inversión de los ahorradores. Sin embargo, los mecanismos concretos utilizados por algunas entidades se han basado en el encadenamiento de titulizaciones (retitulizaciones), en las que los activos incorporados al proceso en cada nueva fase, cada vez más heterogéneos, venían a añadir una nueva dosis de complejidad al instrumento financiero puesto a disposición de los inversores. A la postre, esta concatenación dificulta sustancialmente la identificación precisa de los vínculos entre estos sofisticados productos estructurados finales y la calidad crediticia de los prestatarios que se sitúan al comienzo de la cadena y debilita los incentivos de los prestamistas a evaluar con la debida diligencia la solvencia de los prestatarios. En estas condiciones, resulta enormemente complicado valorar con precisión la verdadera exposición de los tenedores de estos valores a los efectos de una perturbación como la que tuvo lugar en el mercado *subprime* americano. Cuando, como de hecho ha ocurrido, entre los tenedores figuran bancos de inversión y otras entidades de crédito, no es de extrañar que las implicaciones adquieran una dimensión sistémica.

Las entidades financieras en Estados Unidos y en Europa habían creado vehículos de inversión *(conduits* y otros SIV[1]), denominados mayoritariamente en dólares, dedicados a la adquisición de

1. *Structured investment vehicles.*

EVOLUCIÓN DE INDICADORES FINANCIEROS INTERNACIONALES

GRÁFICO 1.1



FUENTES: Datastream, Merrill Lynch, Bloomberg y JP Morgan.

a. Tasa de crecimiento interanual.
b. Es un índice compuesto de derivados de crédito sobre una cesta de bonos de titulización hipotecaria.
c. Elaborado a partir de la media sin ponderar de los índices de bonos de Merrill Lynch de los sectores industrial, *utilities* y telecomunicaciones.

productos estructurados, que se financiaban mediante la emisión de valores a corto plazo. Para amortiguar el consiguiente riesgo de refinanciación de estos vehículos, las entidades financieras patrocinadoras les abrieron líneas de liquidez que, lógicamente, se activaron tras el repunte de la morosidad de las hipotecas. De este modo, las tensiones se trasladaron rápidamente a los mercados monetarios en forma de una mayor demanda de fondos. Al mismo tiempo, la falta de transparencia dificultaba la identificación de las entidades más afectadas tanto por esta vía como, sobre todo, por la tenencia directa de valores vinculados al mercado hipotecario estadounidense, cuyas primas de riesgo se elevaron rápida y considerablemente, como muestra el gráfico 1.1. Se generó así una crisis de confianza entre las instituciones financieras que, sumada a las tensiones de liquidez, se tradujo en presiones al alza sobre el nivel de los tipos de interés interbancarios (véase gráfico 1.1) y a la baja sobre la actividad en este mercado.

y los bancos centrales reaccionaron para tratar de evitar que las tensiones en los mercados interbancarios actuaran como un canal amplificador adicional de la inestabilidad.

Ante esta situación, los bancos centrales reaccionaron suministrando fondos de forma extraordinaria y, en algunos casos, flexibilizando los criterios que aplican en la definición de los activos de garantía que se utilizan en las operaciones de inyección de liquidez. Se llevaron a cabo, incluso, actuaciones coordinadas entre diferentes bancos centrales (como la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, el Banco Nacional Suizo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá) y alguno de ellos, como el BCE, ofreció liquidez en una divisa diferente de la propia. Todas estas actuaciones, que se han reiterado a lo largo de 2008, están orientadas a facilitar el reestablecimiento del buen funcionamiento de los mercados interbancarios. La tarea que desempeñan los bancos centrales en la generación y distribución de la liquidez les confiere un protagonismo singular en el mantenimiento de la estabilidad financiera, particularmente en situaciones de crisis de los mercados monetarios, aunque su capacidad para contrarrestar las fuerzas desestabilizadoras es, obviamente, limitada. Estas actuaciones ayudaron a reducir la volatilidad en los tramos cortos de la curva de rentabilidades y a alinear los tipos de interés a muy corto plazo con los tipos oficiales. Sin embargo, en los horizontes más largos las tensiones continuaron, intensificándose durante las últimas semanas de 2007 como consecuencia del deseo de las entidades de cerrar el ejercicio en una posición holgada de liquidez. Tras el comienzo del nuevo año se observó una cierta corrección de las condiciones en estos mercados, aunque los diferenciales de rentabilidad volvieron a repuntar en la parte transcurrida de 2008, como consecuencia de la persistencia de las tensiones y del aumento de su alcance potencial, y se mantienen, en todo caso, bastante por encima de los valores previos a las turbulencias.

En los mercados de capitales, las primas de riesgo de crédito alcanzaron valores desconocidos desde 2001.

Como muestra el gráfico 1.1, la propagación de las perturbaciones alcanzó también a los mercados de capitales. Por un lado, los problemas de complejidad y falta de transparencia de los productos estructurados explican, probablemente, que las dificultades que experimentaron en primera instancia los bonos ligados a las hipotecas de baja calidad se extendieron rápidamente a la práctica totalidad de los activos hipotecarios titulizados. En una situación como esta, de gran incertidumbre, los mercados encontraron mayores dificultades para discriminar correctamente entre diferentes clases de instrumentos. Las agencias de calificación de riesgos llevaron a cabo recalificaciones masivas de los bonos de titulización más claramente ligados a las hipotecas de baja calidad. Los cambios en la valoración crediticia afectaron también a algunas entidades financieras, lo que vino a sumarse a la reevaluación de riesgos que ya estaban haciendo los propios inversores en los mercados en los que se negocian los instrumentos de renta fija. El papel de las agencias calificadoras en la génesis y posterior desarrollo de este episodio ha sido objeto de numerosas críticas, que están propiciando una revisión de los procesos que normalmente siguen para determinar la calidad de los valores que evalúan.

Pero la revisión de la calidad crediticia no se limitó ni a los mercados de renta fija ni a las entidades financieras. La inestabilidad en los mercados de deuda privada adquirió una in-

tensidad notable y se prolongó más allá del cambio de año, también en el caso de los valores emitidos por las sociedades no financieras, aunque la magnitud fue inferior. En las bolsas, en cambio, las cotizaciones mostraron inicialmente una elevada capacidad de resistencia, aunque su volatilidad repuntó. El deterioro más significativo se produjo durante las primeras semanas de 2008, cuando los principales índices bursátiles experimentaron caídas significativas, coincidiendo con la aparición de noticias que apuntaban a un empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas en Estados Unidos mayor que el previsto anteriormente.

Esta extensión prácticamente general de las tensiones revela que, al margen de sus efectos más directos, lo ocurrido en el mercado hipotecario ha tenido un efecto de mayor calado sobre la valoración general de los riesgos que se venía haciendo en los mercados financieros antes del pasado verano. Desde múltiples foros e instituciones se había venido llamando la atención sobre la posibilidad de que estos mercados, globalmente considerados, pudieran estar infravalorando dichos riesgos. Es probable que los acontecimientos del verano hayan venido a ratificar el fundamento de esas advertencias, de modo que será más difícil que el precio del riesgo vuelva a situarse en los niveles de antes de las perturbaciones. Aunque hay entidades que han hecho esfuerzos de transparencia importantes, la confianza no se ha restaurado completamente y las dudas sobre la solvencia de algunas instituciones perdura, como ponen de manifiesto los elevados niveles que han mantenido las primas de riesgo crediticias a lo largo de la parte transcurrida de 2008. La posibilidad de que las dificultades de financiación a las que se enfrentan los distintos prestatarios puedan hacerse notablemente más severas constituye, todavía, un importante factor de riesgo para la estabilidad financiera internacional que se cierne, con intensidad diversa, sobre las perspectivas de las distintas áreas de la economía mundial.

En conjunto, se produjo un endurecimiento de las condiciones de oferta crediticia…

En cualquier caso, es evidente que el resultado actual de las tensiones en los mercados monetarios, la situación financiera de mayor debilidad en la que se encuentran algunas instituciones financieras internacionales y, en general, el proceso de reevaluación del riesgo que los ha acompañado se han traducido en un endurecimiento en las condiciones de financiación de los agentes, si bien con distinto grado de intensidad en las diferentes economías industrializadas.

y una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento.

El período de inestabilidad financiera iniciado en el verano de 2007 ha supuesto también una inflexión en el panorama económico global, más allá del que vendría justificado por la propia maduración del ciclo expansivo. Aunque los efectos sobre el crecimiento no se han empezado a notar hasta el tramo final del año, la incertidumbre aumentó de forma notable desde mediados de 2007 y se deterioraron las perspectivas macroeconómicas, al tiempo que se exacerbaban los riesgos a la baja sobre el crecimiento mundial, especialmente en las regiones más industrializadas. Esta revisión de las perspectivas fue más significativa en Estados Unidos, donde a finales del ejercicio el ajuste en el mercado inmobiliario se hizo más profundo, al tiempo que aparecían signos de debilidad también fuera de este sector. Esto provocó una agresiva respuesta por parte de las autoridades económicas de este país, tanto en términos de rápida relajación de la política monetaria como de medidas fiscales de carácter expansivo, aunque predominantemente transitorias. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en episodios pasados, las economías emergentes, especialmente las asiáticas, mostraron una gran resistencia al cambio en la coyuntura internacional y su evolución financiera se vio menos afectada. Aunque sus perspectivas de crecimiento a corto plazo son muy sólidas, la relevancia de los flujos de capitales y comerciales con los países más industrializados podría acabar restando cierto dinamismo a esta región.

En la zona del euro los efectos reales de las turbulencias financieras comenzaron a percibirse a finales de 2007.

En el área del euro, la prolongación del escenario de relativa bonanza que caracterizó la mayor parte de 2007 se vio también cuestionada a medida que se iban materializando algunos de los riesgos que se habían identificado en meses anteriores: la desaceleración mayor de lo esperado de la economía americana, la apreciación del euro o el encarecimiento del petróleo y de otras materias primas, además del impacto sobre la confianza y sobre las condiciones de financiación derivado de las tensiones financieras. De hecho, las previsiones de organismos internacionales y agencias privadas fueron revisadas notablemente a la baja, y a finales de año y principios de 2008 empezaron a confirmarse los primeros síntomas de desaceleración. De esta forma, el año 2007 podría constituir el pico de un ciclo expansivo relativamente breve. No obstante, la economía de la zona del euro cuenta con unos fundamentos sólidos para afrontar a medio plazo el cambio en el panorama económico gracias a la favorable situación patrimonial de las empresas, al elevado ritmo de creación de empleo y al mayor peso del comercio con las áreas menos expuestas a la crisis financiera.

3 La política monetaria en la zona del euro

En la segunda parte de 2007 el clima de incertidumbre y el balance de los riesgos para la estabilidad de precios y el crecimiento dificultaron notablemente la toma de decisiones de política monetaria.

La convivencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios con una moderación en el crecimiento económico mundial, en un contexto de gran incertidumbre sobre el alcance y la dimensión de las distorsiones en los mercados financieros, introdujo en la segunda parte de 2007, como ya se ha dicho, importantes dilemas para la toma de decisiones por parte de las autoridades monetarias de la mayoría de las economías occidentales. De hecho, los cambios en el panorama económico y financiero derivaron, de acuerdo con las condiciones de cada economía, en actuaciones diferenciadas por parte de los bancos centrales. Así, mientras que la Reserva Federal de Estados Unidos reaccionó agresivamente con una notable reducción en los tipos de interés oficiales y, aunque de forma más moderada, algunos bancos centrales adoptaron la misma orientación, en otras zonas la política monetaria mantuvo un tono más restrictivo. Las divergencias en las perspectivas de política monetaria se vieron, a su vez, reflejadas en la evolución de los tipos de cambio. Así, en el conjunto del año, el euro se apreció en torno al 11% y al 9% frente al dólar americano y la libra esterlina, respectivamente. En términos efectivos nominales, la revalorización fue más modesta, en torno a un 5%.

En la zona del euro, el BCE interrumpió en el verano de 2007 el proceso de subida de los tipos de interés iniciado a finales de 2005.

En la zona del euro, el fortalecimiento de la economía durante la primera mitad del año y las presiones inflacionistas habían llevado al Consejo de Gobierno del BCE a proseguir con el ajuste de las condiciones monetarias iniciado en diciembre de 2005, realizando dos subidas adicionales en los tipos de interés, hasta situarlos en el 4% en junio. Este proceso se vio interrumpido en el verano con el inicio del episodio de turbulencias financieras, que adquirió pronto una dimensión cuyo alcance, duración e implicaciones para las perspectivas económicas del área eran difíciles de predecir. En los meses siguientes, la configuración de un escenario económico de extraordinaria incertidumbre, en el que, de forma simultánea, los riesgos a la baja sobre el crecimiento de las principales economías se fueron intensificando y los riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo se significaron, hizo que la toma de decisiones por parte del BCE se hiciera particularmente compleja. En este contexto, en el que importantes eslabones del mecanismo de transmisión monetaria habían dejado de funcionar con normalidad y en el que —junto con la intensa apreciación del euro— se había producido un tensionamiento de facto de las condiciones monetarias y financieras del área, resultó especialmente complicado calibrar en cada momento hasta el tono apropiado de la política monetaria.

La inflación alcanzó a finales de 2007 registros casi desconocidos desde la constitución de la zona del euro.

El encarecimiento de las materias primas y de los alimentos, junto con el impacto de efectos base, se reflejó en cifras de inflación que superaron el 3% en los últimos meses del año y en el inicio de 2008, mientras que los fundamentos para la expansión económica continuaban siendo sólidos y los agregados monetarios y financieros mantenían un elevado vigor. El repunte en la inflación no ha desencadenado todavía efectos de segunda ronda sobre los salarios y los precios, y no hay evidencia de que las expectativas de inflación a largo plazo se hayan

desviado significativamente de niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios. Pero los riesgos en este sentido se han ido haciendo cada vez más evidentes. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE reiteró su firme disposición a prevenir que los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo se materializaran y consideró que el mantenimiento de los niveles de los tipos de interés oficiales, en las nuevas condiciones de tensión financiera, constituía la mejor contribución de la política monetaria a dicho objetivo.

4 La maduración del ciclo y la desaceleración de la economía española

La economía española mantuvo en 2007 ritmos de crecimiento elevados, pero inició una trayectoria de desaceleración.

La economía española creció en el conjunto de 2007 a un ritmo elevado, con una tasa de crecimiento del PIB del 3,8%, tan solo una décima inferior a la del año precedente (véase cuadro 1.1). Ello fue el resultado de un comportamiento menos dinámico de la demanda nacional —que registró una tasa de avance del 4,3% en el promedio del año— y de una sustancial mejora de la aportación de la demanda exterior neta al aumento del producto, que redujo su contribución negativa en 0,5 pp, hasta situarse en –0,7 pp, con lo que prosiguió el proceso de reequilibrio de las fuentes internas y externas del gasto. Pero en 2007, tras una larga etapa expansiva que se había prolongado durante más de una década, apenas sin inflexiones significativas, la economía española inició una trayectoria de desaceleración que inicialmente se presentaba como la consecuencia natural de la propia maduración de un ciclo dilatado e intenso, aunque posteriormente también se está viendo influida por el episodio de turbulencias en los mercados financieros internacionales y muestra una desaceleración más pronunciada.

En 2006, la desaceleración de la inversión residencial y del consumo de los hogares ya indicaban el inicio de una fase de crecimiento más moderado…

Ya en 2006 se habían observado los primeros indicios de que se aproximaba una fase de crecimiento más moderado. En particular, la demanda interna había ido dando muestras de inflexión, impulsada por la suave ralentización del consumo de los hogares y de la inversión residencial, si bien el dinamismo de la inversión en equipo y la recuperación de la demanda exterior neta, favorecida por el despegue de la zona del euro, actuaron como contrapeso.

en un entorno en el que las condiciones monetarias y financieras se iban haciendo menos holgadas…

Las favorables condiciones monetarias y financieras que habían sustentado la expansión de los últimos años empezaron a cambiar en 2006, a medida que el coste de financiación al que debían hacer frente empresas y familias iba reflejando las elevaciones de los tipos de interés que había comenzado a instrumentar el BCE a finales de 2005 y que las expectativas de revalorización de la vivienda se atenuaban, al hilo de la progresiva moderación de los incrementos de sus precios.

que conducían hacia una desaceleración gradual y un crecimiento más equilibrado, no exentos de riesgos.

El cambio de orientación de las condiciones financieras y la propia maduración del ciclo conducían hacia un proceso de desaceleración que se basaba en una tendencia hacia el reequilibrio entre los distintos componentes de la demanda, por lo que, en principio, podría ser gradual y resultar compatible con el mantenimiento de un considerable dinamismo. Sin embargo, para que ello fuera así, se hacía necesario sortear algunos de los riesgos que se habían ido incubando durante la larga etapa de crecimiento. En particular, los que se derivaban de la continuada presión ejercida por el gasto sobre la capacidad productiva, a pesar del notable dinamismo de la población y del empleo, y que se habían ido manifestando en las tendencias alcistas de costes y precios, en el aumento del endeudamiento de familias y de empresas y en el creciente déficit exterior.

La desaceleración se apoyaba en un entorno exterior que se vio alterado por las turbulencias financieras en los últimos meses del ejercicio.

El entorno exterior en el que se desenvolvió la economía española continuó siendo muy favorable en 2007 (véase gráfico 1.2). La economía mundial mostró, en conjunto, un comportamiento todavía dinámico, sostenido por la fortaleza de las economías emergentes, que compensó el debilitamiento de la economía norteamericana, mientras que la zona del euro mantuvo niveles de crecimiento similares a los del año previo, aunque, como se acaba de señalar, en los últimos meses empezó a dar signos de cierta ralentización. No obstante, la prolongación del episodio de inestabilidad financiera contribuyó a propagar el clima de incertidumbre sobre la evolución eco-

PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

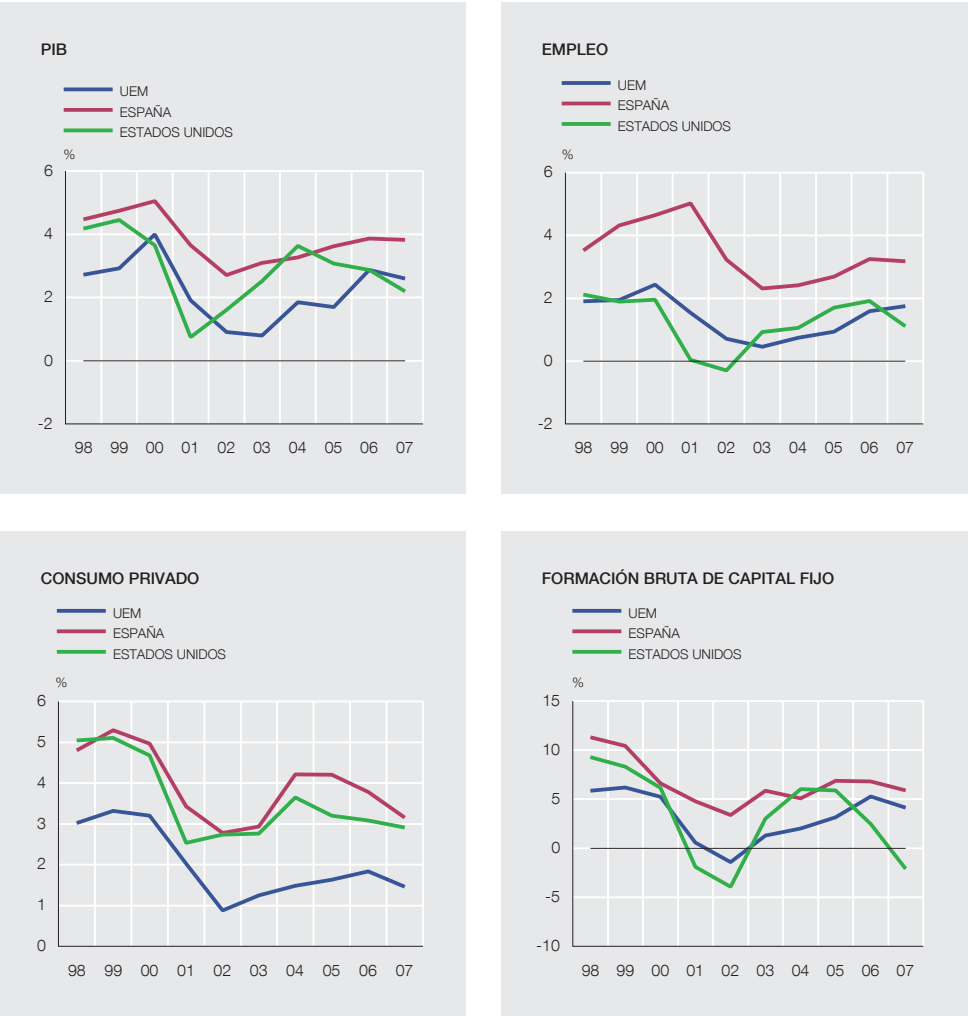
CUADRO 1.1

		2002	2003	2004	2005	2006	2007
DEMANDA Y PRODUCTO (b)	Producto interior bruto	2,7	3,1	3,3	3,6	3,9	3,8
	Consumo privado	2,8	2,9	4,2	4,2	3,8	3,2
	Consumo público	4,5	4,8	6,3	5,5	4,8	5,1
	Formación bruta de capital	3,4	5,2	5,2	6,5	7,0	6,0
	Inversión en equipo	-2,9	4,1	5,1	9,2	10,4	11,6
	Inversión en construcción	6,3	6,2	5,4	6,1	6,0	4,0
	Vivienda	*7,0*	*9,3*	*5,9*	*5,9*	*6,4*	*3,1*
	Otras construcciones	*5,6*	*3,5*	*5,0*	*6,3*	*5,5*	*5,1*
	Exportación de bienes y servicios	2,0	3,7	4,2	2,6	5,1	5,3
	Importación de bienes y servicios	3,7	6,2	9,6	7,7	8,3	6,6
EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (c)	Empleo total	2,3	2,4	2,7	3,2	3,2	3,0
	Tasa de ocupación (d)	59,5	60,8	62,0	64,3	65,7	66,6
	Tasa de paro	11,5	11,5	11,0	9,2	8,5	8,3
	Remuneración por asalariado	3,3	3,6	3,0	2,9	3,0	3,6
	Costes laborales unitarios	2,9	2,9	2,4	2,5	2,3	2,7
	Deflactor del PIB	4,3	4,1	4,0	4,2	4,0	3,1
	Índice de precios de consumo (DIC-DIC)	4,0	2,6	3,2	3,7	2,7	4,2
	Índice de precios de consumo (media anual)	3,5	3,0	3,0	3,4	3,5	2,8
	Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC) (e)	1,3	1,0	0,9	1,2	1,4	0,7
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (f)	Ahorro de los sectores residentes (g)	24,0	24,5	23,5	23,0	22,5	21,9
	Administraciones Públicas (g)	*3,1*	*3,3*	*3,1*	*4,5*	*5,5*	*6,0*
	Inversión de los sectores residentes	26,7	27,4	28,3	29,5	30,6	31,4
	Administraciones Públicas	*3,6*	*3,5*	*3,4*	*3,6*	*3,7*	*3,8*
	Capacidad (+) o necesidad (–) de financiación nacional de los sectores residentes	-2,7	-2,9	-4,8	-6,5	-8,1	-9,5
	Administraciones Públicas	*-0,5*	*-0,2*	*-0,3*	*1,0*	*1,8*	*2,2*
	Deuda bruta de las Administraciones Públicas	52,5	48,7	46,2	43,0	39,7	36,2
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (h)	Tipo de intervención semanal del BCE	3,2	2,3	2,0	2,0	2,8	3,9
	Tipo de la deuda pública a diez años	5,0	4,1	4,1	3,4	3,8	4,3
	Tipo sintético del crédito bancario	4,9	4,4	4,0	3,8	4,6	5,7
	Índice General de la Bolsa de Madrid (base DIC 1985 = 100)	723,6	706,4	863,3	1.066,1	1.344,0	1.637,0
	Tipo de cambio dólar/euro	0,9	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4
	Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (i)	97,32	100,03	100,70	100,82	101,12	102,28
	Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (j)	99,87	103,98	106,46	107,90	109,49	111,97
	Tipo de cambio efectivo real con UEM (j)	102,43	103,47	105,02	106,51	108,00	109,40
	Medios de pago	10,5	12,0	11,3	14,4	11,5	-4,3
	Activos líquidos (k)	8,7	8,8	5,8	11,5	8,6	-1,6
	Financiación total de las familias	16,3	19,1	20,2	20,9	19,6	19,1
	Financiación total de las empresas no financieras	12,4	13,4	13,2	21,4	27,9	27,6

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

a. Los datos de la *Contabilidad Nacional de España* corresponden a la base 2000.
b. Índices de volumen.Tasas de variación, salvo la tasa de paro que se presenta en nivel.
c. Tasas de variación, salvo la tasa de paro, que se presenta en nivel.
d. Tasa de ocupación (16-64).
e. Hasta diciembre de 2001, el diferencial se calcula con las series publicadas en esa fecha.
f. Niveles en porcentajes del PIB.
g. Incluye transferencias netas de capital recibidas.
h. 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.
i. Base I TR 1999 = 100.
j. Base I TR 1999 = 100. Medidos con costes laborales unitarios.
k. Incluye los medios de pago, otros pasivos bancarios y fondos de inversión FIAMM.

PIB, CONSUMO PRIVADO, EMPLEO Y FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO GRÁFICO 1.2
Tasas de variación



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

nómica, con especial intensidad en los países cuyo ciclo económico estaba más vinculado al sector inmobiliario y mostraban una mayor dependencia de la financiación exterior.

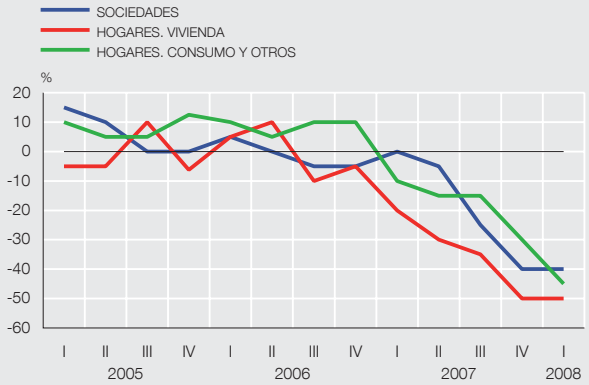
En España, el episodio de turbulencias financieras se reflejó, como en el resto de las economías desarrolladas, en la aparición de repuntes de los diferenciales de rentabilidad de la deuda privada, en particular de la emitida por el sector financiero. Por su parte, las cotizaciones bursátiles registraron una elevada volatilidad, aunque mostraron una notable resistencia en la segunda mitad del año pasado, que sin embargo se quebraría en los primeros meses del 2008, al igual que ocurrió en los principales mercados internacionales. La prácticamente nula exposición de las entidades financieras españolas a las hipotecas *subprime* del mercado norteamericano, junto con su favorable situación financiera, contribuyó a atenuar el impacto de las perturbaciones sobre las condiciones de oferta crediticia. No obstante, la situación de inestabilidad en los mercados interbancarios determinó un aumento de los tipos de interés de las operaciones nuevas de crédito, al tiempo que los criterios de concesión de financiación a ciertas actividades y sectores se fueron haciendo más restrictivos, fundamentalmente como consecuencia del proceso de reevaluación del riesgo que acompañó a las turbulencias. El impacto de este episodio sobre las condiciones financieras internas fue, en todo caso, relativamente acotado en 2007 (véase recuadro 1.2). A partir de 2008, sin embargo, si la paraliza-

Las condiciones de financiación de los hogares y las sociedades son uno de los elementos que contribuyen a explicar las decisiones de gasto de estos sectores. Las turbulencias que se iniciaron durante el pasado verano podrían potencialmente suponer un endurecimiento de dichas condiciones a través de varias vías. Por un lado, mediante unos criterios de concesión de préstamos más restrictivos como consecuencia de las mayores dificultades de las entidades para obtener recursos en los mercados mayoristas, de la reevaluación de los riesgos y/o del posible deterioro de su posición financiera. Por otra parte, el coste del crédito podría elevarse si los intermediarios transmiten a sus clientes el tensionamiento de las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios y, en mayor medida, si adicionalmente aumentan el diferencial que aplican en los créditos. Para analizar estas cuestiones en este recuadro se explora la información contenida en las encuestas de préstamos bancarios (EPB) y en los tipos de interés de las nuevas operaciones de préstamo.

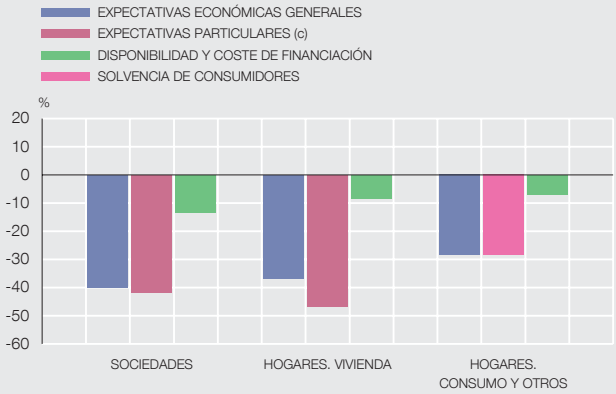
Los resultados de las EPB realizadas tras el inicio de las turbulencias evidencian un endurecimiento de la oferta crediticia (véase gráfico 1). En el caso de los hogares, especialmente en el segmento de los préstamos para adquisición de vivienda, las condiciones ya habían empezado a hacerse más restrictivas anteriormente, pero a partir del segundo semestre de 2007 esta tendencia se intensificó. En cambio, en las operaciones con las empresas el menor grado de holgura se ha observado más recientemente, coincidiendo con este episodio.

De acuerdo con las respuestas de las entidades contenidas en las EPB de octubre de 2007 y de enero y abril de 2008 (véase gráfico 2), los principales factores que contribuyeron al endurecimiento de las condiciones de oferta fueron los relacionados con la percepción de riesgos (expectativas económicas generales o particulares de algún sector y solvencia de los consumidores). Las dificultades de obtención de fondos en los mercados, tras las turbulencias, también influ-

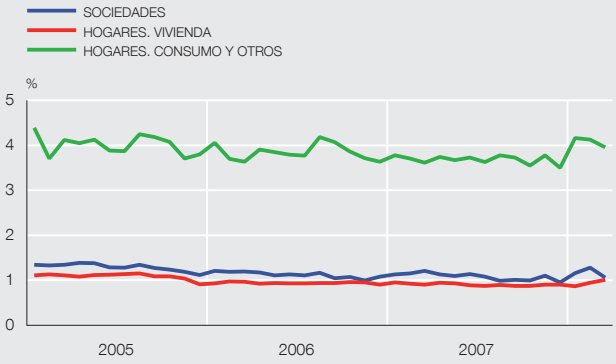
1 OFERTA DE CRÉDITO (a)



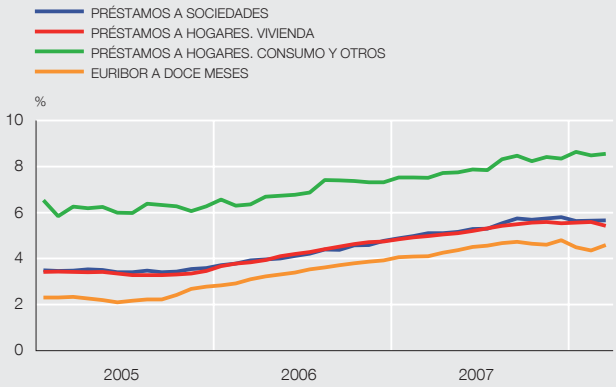
2 FACTORES EXPLICATIVOS DE LA OFERTA DE CRÉDITO. JUNIO 2007-MARZO 2008 (a) (b)



3 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS (d)



4 TIPOS DE INTERÉS



FUENTE: Banco de España.

a. Indicador = % de entidades que señalan aumento considerable × 1 + % de entidades que señalan cierto aumento × 1/2 – % de entidades que señalan un cierto descenso × 1/2 – % de entidades que señalan un descenso considerable × 1.
b. Los datos representan la variación trimestral media de dichos factores entre junio de 2007 y marzo de 2008, calculada como el promedio de las respuestas a las encuestas de octubre de 2007 y de enero y abril de 2008.
c. Expectativas relativas al mercado inmobiliario en el caso del crédito a hogares para adquisición de vivienda.
d. El tipo de referencia utilizado es el EURIBOR a tres meses en el caso de los préstamos a sociedades y a hogares para consumo y otros fines, y el EURIBOR a un año promediado durante los dos meses anteriores en el caso de los créditos a hogares para adquisición de vivienda.

yeron en la misma dirección, aunque en menor medida. El impacto moderado asociado a este último factor refleja seguramente el hecho de que los intermediarios españoles han encontrado vías alternativas para financiarse a más corto plazo a un coste más reducido, como, por ejemplo, mediante la emisión de pagarés, instrumentos que se han visto menos afectados por el episodio de turbulencias.

Por otra parte, en el gráfico 3 se aprecia cómo los diferenciales que las entidades aplican a sus clientes en los préstamos en relación con los tipos de interés negociados en los mercados mayoristas no han mostrado, en general, variaciones significativas durante los últimos meses. En el caso del crédito a los hogares para fines distintos de la adquisición de vivienda, este análisis se enfrenta a la elevada variabilidad de la serie, atribuible en parte a la mayor heterogeneidad de este instrumento, lo que dificulta la extracción de una conclusión definitiva[1].

No obstante, el coste de financiación del sector privado ha continuado elevándose durante el segundo semestre de 2007, ya que el repunte de las rentabilidades negociadas en el mercado interbancario se ha trasladado al coste de los préstamos (véase gráfico 4). Esta transmisión no resulta extraña si se tiene en cuenta el elevado peso de los créditos a tipo variable, especialmente en el caso de la financiación a la vivienda, muchos de los cuales están, además, referenciados a los índices EURIBOR. A diferencia de lo que ocurrió entre finales de 2005 y mediados del pasado ejercicio, la evolución ascendente de estas rentabilidades no respondía a las expectativas de aumentos en los tipos oficiales del Eurosistema, sino a las tensiones que afectaron a los mercados interbancarios, que se reflejaron en una ampliación de las primas.

En definitiva, la información disponible apunta a que hasta ahora las turbulencias financieras han supuesto un cierto aumento sobre el coste de financiación del sector privado, ligado al incremento de los tipos de interés negociados al mercado interbancario, pero no a un repunte del diferencial aplicado por las entidades sobre dichas rentabilidades. También se ha observado un endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito, sobre todo como consecuencia de la reevaluación de los riesgos y no tanto a raíz de las dificultades de obtención de financiación en los mercados mayoristas. La prácticamente nula exposición de los intermediarios españoles frente a los activos e instituciones que más se han visto afectados por el episodio y la favorable posición financiera de la que partían ha limitado el impacto de estos acontecimientos sobre la oferta de préstamos. No obstante, si las tensiones persisten durante un período prolongado, no puede descartarse un efecto más acusado en el futuro.

1. En particular, es posible que la composición de los préstamos según su perfil de riesgo sea variable en el tiempo, lo que introduce un elemento de variabilidad en la medida en que el tipo de interés medio se verá modificado.

ción de los mercados de financiación a medio y largo plazo se prolonga excesivamente, las dificultades de las entidades para captar financiación suficientemente estable podría terminar generando un mayor endurecimiento de las condiciones crediticias, como se comenta más adelante en este capítulo.

4.1 LA MODERACIÓN DE LA DEMANDA INTERNA

En 2007 la economía española experimentó una ralentización, por la pérdida de impulso de la demanda interna.

La economía española registró en la primera parte del año tasas de avance del PIB en el entorno del 4%, iniciando, a partir del segundo trimestre, una suave ralentización que le llevó a concluir el año con una tasa de crecimiento interanual del 3,5%. La desaceleración del ritmo de avance de la actividad se debió a la pérdida de impulso de la demanda interna —más acusada en el caso de los hogares—, que, no obstante, se vio parcialmente compensada por sucesivas mejoras en la aportación del sector exterior a la expansión del producto.

El consumo de los hogares moderó su ritmo de crecimiento y se aproximó al avance de la renta disponible…

El consumo de los hogares moderó en 2007 su ritmo de crecimiento, hasta alcanzar en el promedio del año una tasa del 3,2%, continuando con la dinámica de ajuste suave que había iniciado el año anterior. En la segunda parte del ejercicio, esta tendencia se hizo más acusada, como consecuencia del deterioro de la confianza de los consumidores ante la inestabilidad en los mercados financieros internacionales. La fortaleza del empleo y, por tanto, la de la remuneración de asalariados suministraron un importante soporte para mantener el dinamismo de la renta y compensar el aumento de los pagos por intereses. A su vez, el crecimiento del gasto en consumo de las familias tendió a alinearse con el avance de la renta disponible, tras varios años en que había crecido por encima de la misma, debido al menor incremento de la riqueza y, probablemente, a la decisión de retrasar al-

gunos gastos de consumo, en un entorno de tipos de interés reales al alza. En conjunto, la tasa de ahorro de las familias moderó la senda de descenso seguida en los últimos años.

mientras que la inversión residencial experimentaba una desaceleración más intensa.

La inversión residencial, por su parte, experimentó una desaceleración más intensa, hasta registrar en el promedio de 2007 una tasa de avance del 3,1%, frente al 6,4% del año anterior. La pauta de la inversión residencial en los primeros meses del ejercicio apuntaba hacia un ajuste suave y moderado, basado en un impacto gradual del encarecimiento del coste de financiación y de la contención de las expectativas de revalorización de los inmuebles sobre la demanda de viviendas. Sin embargo, en los últimos meses de 2007 se empezó a percibir un retraimiento más pronunciado de dicha demanda, como consecuencia del deterioro de la confianza de los agentes y del clima internacional de incertidumbre, que llevó a una reacción más rápida por el lado de la oferta, dado el desajuste que se podía generar entre la inflexión de la demanda y el alto ritmo al que se estaban construyendo viviendas.

El crédito a los hogares moderó su tasa de crecimiento y sus necesidades de financiación se estabilizaron.

La moderación del avance del gasto y de la riqueza de los hogares a lo largo de 2007 y el aumento de los tipos de interés contribuyeron a prolongar la senda de desaceleración de la demanda de crédito por parte de las familias iniciada en 2006, recortando su tasa de variación interanual en casi siete puntos porcentuales, hasta situarse al concluir el año en el entorno del 13%. Pese a ello, la deuda de las familias continuó expandiéndose más deprisa que sus rentas, con lo que la ratio de endeudamiento volvió a aumentar, aunque más moderadamente. La necesidad de financiación del sector, por su parte, se estabilizó en cotas similares a las del año precedente (2,8%), tras varios años de crecimiento ininterrumpido.

Prosiguió el dinamismo de la inversión empresarial basado en el empuje de la inversión en equipo…

Por su parte, el dinamismo de la inversión empresarial se mantuvo en 2007, aunque —también en este caso— siguió un perfil de desaceleración en la segunda parte del año. El empuje de la inversión en bienes de equipo, que aumentó a una tasa del 11,6% en el promedio del año, se apoyó en la fortaleza de la demanda interna, las favorables perspectivas económicas —entonces existentes— y el dinamismo de los beneficios empresariales. Por su parte, la inversión en otras construcciones registró un crecimiento algo inferior al de 2006, con una trayectoria descendente a lo largo del ejercicio.

y la demanda de crédito de las empresas también se desaceleró.

Las sociedades ralentizaron su demanda de financiación en 2007, más intensamente que los hogares, sobre todo en la segunda mitad del ejercicio, de modo que, al cierre de año, los fondos ajenos que recibían las empresas crecían a una tasa interanual próxima al 18% (28% al finalizar 2006). Esta desaceleración, vinculada al encarecimiento del coste del capital y de la financiación, vino impulsada, principalmente, por el menor dinamismo de los recursos destinados a las ramas de la construcción y de servicios inmobiliarios, ya que la financiación captada por el resto de actividades mostró un considerable dinamismo. Pese a ello, el elevado ritmo de expansión de la deuda determinó nuevos aumentos en la ratio de endeudamiento de las empresas no financieras en 2007. Por su parte, las necesidades de financiación del sector alcanzaron máximos históricos (del 10,6% del PIB). En esta situación financiera, los planes de gasto de las empresas y su dinamismo inversor resultan particularmente sensibles a posibles cambios adversos en las condiciones de acceso al crédito o en los demás determinantes del coste del capital.

Las AAPP sostuvieron en 2007 la expansión del gasto mediante la inversión en obra civil…

Las AAPP contribuyeron en 2007 a la expansión del gasto, tanto a través del consumo público como de la formación bruta de capital, y en particular de la obra civil, que se vio impulsada por la fuerte actividad inversora de las CCAA, de manera singular en los meses previos a la celebración de las elecciones autonómicas y locales de mayo.

mientras que la recaudación impositiva se mantuvo pujante.

La moderación de la demanda interna tuvo un efecto muy limitado sobre la recaudación tributaria, que globalmente elevó su peso en el PIB en 0,7 pp. No obstante, se produjeron cambios relativamente significativos en su composición, con una pérdida de importancia de los tributos ligados a la actividad inmobiliaria y un aumento de la recaudación por imposición directa, a pesar de la entrada en vigor de la reforma del IRPF y del impuesto sobre sociedades. Precisamente, la pujanza de la recaudación impositiva permitió que, a pesar de la desviación al alza del gasto primario, la cuenta de las AAPP se saldara con un superávit equivalente al 2,2% del PIB, superior al del año precedente (del 1,8%) y muy por encima del objetivo establecido en el Programa de Estabilidad (0,9%). Por su parte, la ratio de deuda pública se redujo hasta el 36,2%, desde el 39,7% del año anterior.

4.2 LA MEJORA DE LA DEMANDA EXTERIOR

En 2007 continuó el reequilibrio entre la demanda nacional y la demanda externa, que mejoró su aportación al crecimiento del PIB en 0,5 pp, fruto de un avance de las exportaciones superior al del año previo, a pesar de la apreciación del tipo de cambio del euro y de un crecimiento algo inferior de los mercados de exportación…

La demanda exterior neta mejoró en 2007 su contribución al crecimiento del producto como consecuencia del crecimiento real de las exportaciones de bienes y servicios, que, con una tasa de avance del 5,3%, resultó ligeramente más intensa que la observada el año anterior, y de la desaceleración de las importaciones, hasta un 6,6%, frente al 8,3% en 2006. El crecimiento de las exportaciones de bienes resultó en 2007 superior al que en principio cabría deducir de sus determinantes fundamentales, ya que la desaceleración del comercio mundial y el nuevo deterioro de los indicadores de competitividad-precio, de cuantía similar al de 2006, justificarían, de hecho, crecimientos algo menores que los efectivamente registrados. Y ello fue así porque se produjo un notable incremento de las ventas de productos españoles a algunas economías emergentes no pertenecientes a la UE, que muestran mayor potencial de expansión, lo que permitió que la cuota de productos españoles en estos mercados dejara de disminuir. Por el contrario, las exportaciones a la UE se desaceleraron, propiciando una nueva pérdida de cuota en esta área, aunque inferior a la de años anteriores. Por su parte, las exportaciones de servicios no turísticos —principalmente, de los prestados a empresas, informáticos, financieros y de construcción— mantuvieron un considerable dinamismo, en línea con lo observado en otros países, en un contexto de liberalización del comercio internacional de este tipo de actividades y de avances tecnológicos que facilitan su comercialización. Las exportaciones de servicios turísticos, por el contrario, volvieron a reflejar las dificultades del sector para mantener su peso en un mercado mundial en expansión, pues experimentaron un avance prácticamente nulo en el conjunto del año, posiblemente como consecuencia de la competencia creciente de otros destinos turísticos con precios más reducidos, acentuada en 2007 por la sustancial apreciación del tipo de cambio del euro.

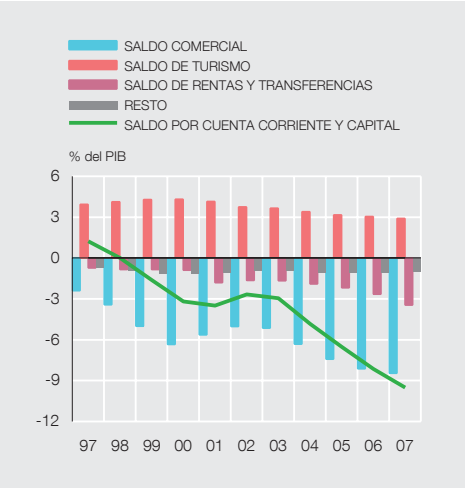
y de una cierta desaceleración de las importaciones, en línea con el comportamiento de la demanda final.

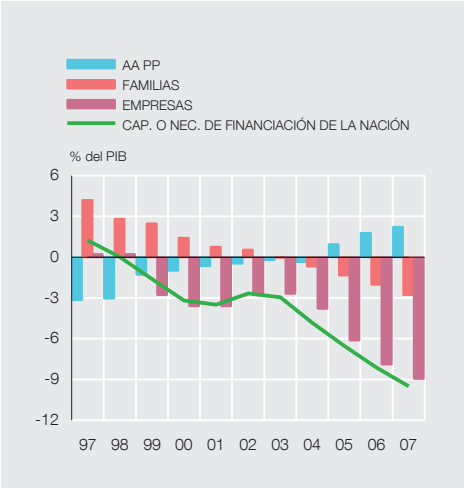
Por su parte, la pérdida de impulso de las importaciones de bienes resulta coherente con la suave desaceleración de la demanda final a lo largo del ejercicio, si bien en 2007 se observó, adicionalmente, un menor avance de la penetración de las importaciones, particularmente de las procedentes de países emergentes. Ello podría reflejar una cierta normalización en el comercio con este grupo de países, tras el notable impacto que tuvo la fuerte penetración de China y otros países emergentes en los mercados comunitarios en los años centrales de la década. Las importaciones de servicios fueron, como en el caso de las exportaciones, muy expansivas.

Pese a ello, el déficit exterior continuó aumentando, aunque a tasas algo más moderadas.

En conjunto, el déficit exterior siguió aumentando en 2007, aunque a tasas algo más moderadas, de manera que las necesidades de financiación de la nación alcanzaron un importe equivalente al 9,5% del PIB (8,1% el año anterior) (véase gráfico 1.3). La ampliación de la necesidad de financiación refleja, básicamente, el aumento del desequilibrio por cuenta corriente y, en menor medida, la disminución del superávit de la cuenta de capital. Los componentes de la cuenta corriente que contribuyeron al mencionado incremento del déficit fueron el saldo de rentas, la rúbrica de turismo y viajes, y el comercio de bienes.

NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA GRÁFICO 1.3





FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En relación con este último componente, el desequilibrio de la balanza comercial atenuó su ritmo de crecimiento, aumentando su saldo negativo en cuatro décimas de PIB, debido al componente energético, que redujo significativamente su tasa de avance en la primera parte del año, a la resistencia de las exportaciones y a la ralentización de las importaciones. Por su parte, el saldo deficitario de rentas experimentó un acusado deterioro, situándose en 2007 en el 2,8% del PIB, nueve décimas más que en 2006. La dinámica de este componente de la Balanza de Pagos constituye una dificultad adicional para revertir de forma significativa la tendencia al aumento de las necesidades de financiación, incluso en un escenario de mejora en el saldo de intercambio de bienes y servicios con el exterior.

4.3 LA CONTENCIÓN DEL DINAMISMO DE LA ACTIVIDAD Y EL EMPLEO

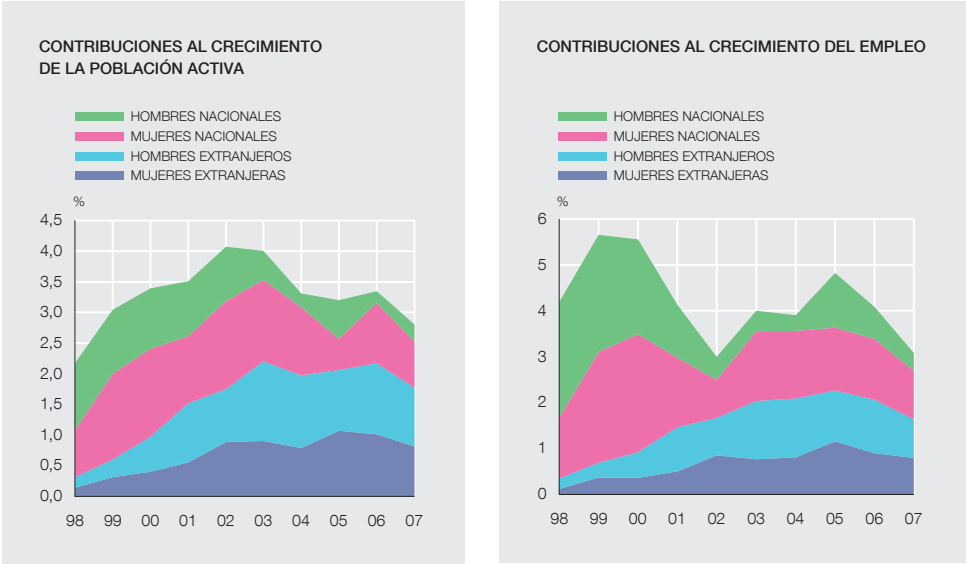
La desaceleración del valor añadido se debió al menor dinamismo de la construcción residencial y de la industria.

Por el lado de la oferta, la desaceleración del valor añadido a lo largo del ejercicio se debió, en buena medida, al menor dinamismo de la actividad en el sector de la construcción y, de manera singular, en el segmento de construcción residencial, ante la moderación de la demanda de vivienda. Un tema que, dada su trascendencia en el proceso de desaceleración de la economía, es objeto de un tratamiento más detallado y profundo en el capítulo 2 de este Informe, que tiene un enfoque temático selectivo y una orientación más analítica. El resto del sector de la construcción que incluye la edificación no residencial y la obra civil mantuvo en 2007 un comportamiento expansivo. La industria (excluida la energía) prolongó en el primer trimestre el dinamismo que había mostrado el año precedente, pero inició, a partir de entonces, una significativa ralentización, que cabe relacionar con una cierta moderación de la demanda final y, sobre todo, con el cambio de ciclo del sector de la construcción, que ha podido determinar un descenso apreciable de la demanda de algunos productos industriales. Las actividades de servicios de mercado, por el contrario, mostraron una notable fortaleza, y solo en los primeros meses de 2008 han dado algún signo de desaceleración.

Y el empleo fue reflejando la desaceleración del PIB con reducciones en el ritmo de crecimiento que se localizaron en estas dos ramas productivas.

En el entorno descrito, el empleo se fue ajustando al perfil de moderación del PIB en la segunda parte del año, con crecimientos más reducidos en los dos últimos trimestres en las actividades de construcción y, en menor medida, en la industria. Con todo, la ocupación aumentó en el promedio del 2007 a una tasa del 3%, tan solo dos décimas inferior a la del ejercicio precedente, y la productividad observada experimentó un pequeño repunte hasta el 0,8% para el total de la economía. Pese al perfil de desaceleración descrito, el sector de la construcción fue, dentro de las actividades de mercado, el más dinámico, con un avance del empleo del 5,8% en el promedio del año, seguido de los servicios de mercado, donde la ocupa-

CRECIMIENTO DEL EMPLEO Y DE LA POBLACIÓN ACTIVA GRÁFICO 1.4



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

ción se incrementó a una tasa del 3,1%. Frente a ello, el ritmo de creación de puestos de trabajo de las actividades industriales fue, en el conjunto del año, nulo, observándose desde el segundo trimestre pequeñas caídas en el número de ocupados. Esta característica ha estado presente durante toda la etapa de recuperación de la actividad industrial, que se inició a finales de 2005.

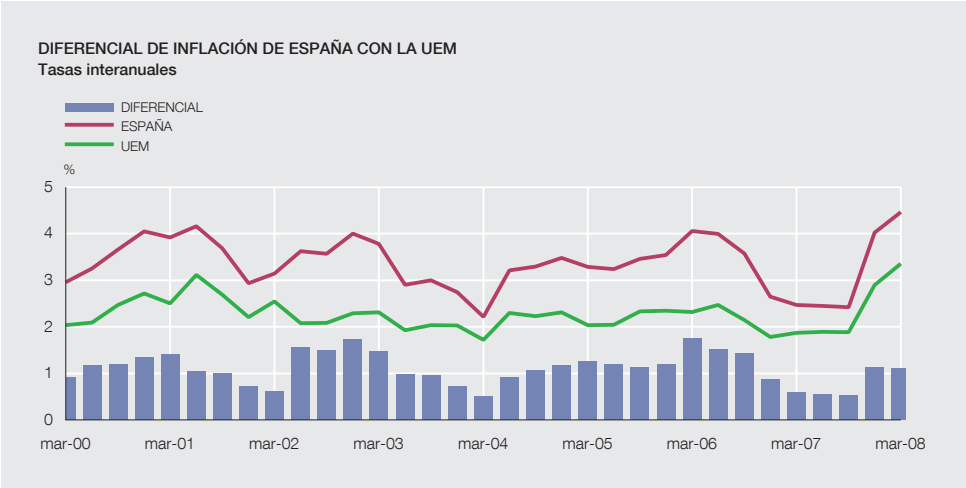
La oferta laboral continuó expandiéndose, pero a un ritmo inferior al de los últimos años, y el mercado de trabajo empezó a mostrar una pérdida de dinamismo.

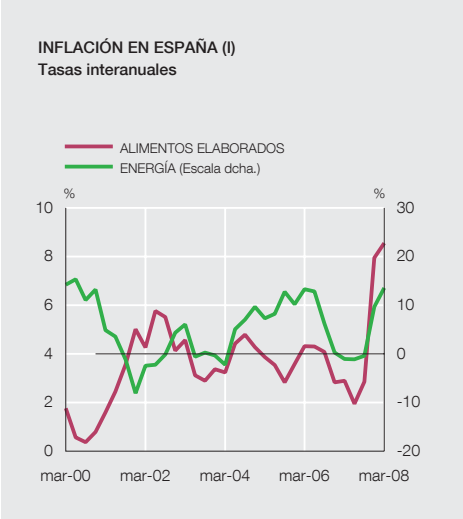
Este comportamiento del empleo tuvo lugar en un entorno en el que la oferta laboral continuó expandiéndose, pero a un ritmo algo inferior al de los dos últimos años. El incremento de la población activa se apoyó, como viene siendo habitual desde comienzos de esta década, en nuevos aumentos de los flujos de trabajadores extranjeros y en incrementos adicionales de la tasa de participación de la población femenina, pues la de los trabajadores extranjeros se redujo levemente (véase gráfico 1.4). En resumen, a lo largo del 2007 empezó a percibirse una cierta pérdida de dinamismo en el mercado laboral, que afectó tanto a la oferta como a la demanda de trabajo, pero que fue compatible con recortes adicionales de la tasa de paro en los tres primeros trimestres del ejercicio. En el promedio del año, la reducción de la tasa de desempleo se cifró en dos décimas, hasta el 8,3%, y el componente de paro de larga duración prolongó la trayectoria descendente de los últimos años, situándose en el conjunto del ejercicio en el 23,7%.

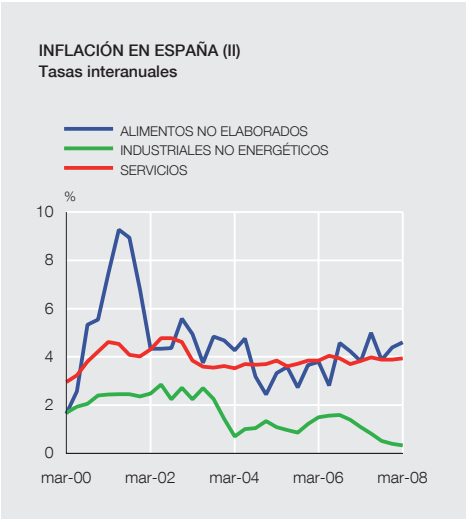
La pérdida de dinamismo del empleo ha coincidido con un repunte de la remuneración por asalariado.

Pese a la menor pujanza del mercado de trabajo, la evolución de los costes laborales a lo largo del ejercicio determinó un repunte de la remuneración por asalariado de la economía de mercado, que alcanzó mayor intensidad en las actividades de servicios y mostró un perfil creciente a lo largo del ejercicio. Por primera vez en la última década, el aumento de la remuneración por asalariado (3,4%) se aproximó al de los salarios de convenio, una vez actualizados con las cláusulas de salvaguarda, con lo que la deriva salarial, que hasta este año había tenido un signo negativo, habría dejado de actuar como factor de contención salarial, a pesar de que en 2007 no se produjeron cambios significativos en las características de los nuevos entrantes del mercado laboral. Los costes laborales unitarios repuntaron también en 2007, interrumpiendo la trayectoria de desaceleración de los últimos años, si bien en las ramas manufactureras los incrementos de costes fueron prácticamente nulos, reduciéndose

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DE SU DIFERENCIAL CON LA UEM GRÁFICO 1.5







FUENTE: Eurostat.

por tanto la brecha con los países con los que España compite internacionalmente. El repunte de los costes laborales ha continuado en los primeros meses de 2008, lo que no está en consonancia con el cambio de fase cíclica que afronta la economía española, pues puede terminar incidiendo negativamente en las decisiones de contratación de las empresas, acentuando el ajuste del empleo cuando esta tiende a desacelerarse.

4.4 EL REPUNTE DE LA INFLACIÓN

En 2007 reaparecieron las tensiones inflacionistas.

Las perturbaciones que afectaron en la segunda parte del año a los precios de las materias primas alimenticias y al petróleo incidieron en España con mayor intensidad que en el resto de países del área del euro, con un sustrato de mayores incrementos salariales y de continuada ampliación de los márgenes empresariales. Con este trasfondo, las mejoras alcanzadas en la tasa de inflación y en el correspondiente diferencial con la UEM durante la primera parte del año se invirtieron al final del ejercicio, registrándose un nuevo episodio inflacionista, con tasas de crecimiento del IPC superiores al 4% y un diferencial de algo más de un punto porcentual, que se ha mantenido en los primeros meses de 2008 (véase gráfico 1.5).

El rápido deterioro de la inflación a partir de la segunda mitad de 2007 se debió al significativo incremento de los precios de los alimentos elaborados y de los productos energéticos, que reflejaron con rapidez las alzas del precio del crudo y de las materias primas

agrícolas en los mercados internacionales. Este empeoramiento de la inflación —de origen externo, principalmente— se vino a sumar a una situación en la que la inflación en los servicios permaneció en niveles elevados, como resultado de la confluencia de una continuada presión del gasto con un entorno empresarial no suficientemente competitivo en algunas ramas y, como se ha dicho, con crecimientos de costes laborales comparativamente elevados. Como contrapunto, cabe destacar la significativa ralentización de los precios de los productos industriales no energéticos a lo largo del año, que registraron tasas interanuales inferiores al 0,5% en la segunda mitad del ejercicio y próximas a cero en los últimos meses. En este contexto, la sustancial moderación del IPC en el promedio del año, que se situó en el 2,8%, oculta la persistencia de sesgos alcistas en los procesos de formación de costes y precios, que impiden alcanzar descensos permanentes en la inflación subyacente. De hecho, existe el riesgo de que el deterioro de la inflación observado en los últimos meses se propague hacia el resto de la economía como consecuencia de los mecanismos de rigidez nominal existentes —en particular, la indiciación salarial—, lo que podría entorpecer la creación de empleo y profundizar la desaceleración económica.

5 Perspectivas de crecimiento y políticas económicas

El proceso de desaceleración que inició la economía española a lo largo de 2007 se ha hecho más pronunciado en los primeros meses de 2008.

En los primeros meses de 2008 la economía española ha experimentado un menor dinamismo del que cabía prever antes de que comenzara el episodio de inestabilidad financiera, y sus perspectivas de crecimiento para lo que resta de año se han revisado a la baja. Las causas de esta revisión se concentran en un entorno internacional menos favorable, por las razones apuntadas a lo largo de este capítulo, y en un ajuste más pronunciado de la inversión en vivienda en España, influido, como también se ha señalado, por la inestabilidad financiera. La menor pujanza del sector inmobiliario supondrá un menor dinamismo en la creación de empleo, así como la desaparición de los estímulos procedentes del incremento de la riqueza, por lo que el resto de componentes de la demanda interna participarían también de este entorno de menor crecimiento. No obstante, cabe prever que el sector exterior amortigüe parcialmente la pérdida de dinamismo de la demanda interna, en un contexto en el que las ventas al exterior se irían adaptando al menor crecimiento de los mercados mundiales, pero en el que, simultáneamente, las importaciones se ralentizarían de manera significativa. A pesar de este menor empuje cíclico, las perspectivas para la inflación apuntan a aumentos elevados de los precios en 2008, con lo que el deflactor del consumo privado podría situarse en torno al 3,6%. En ausencia de nuevas perturbaciones en los mercados de materias primas, cabría esperar una disminución significativa de este deflactor a lo largo de 2009.

Pero las transformaciones experimentadas suministran resortes que pueden actuar de soporte frente a la desaceleración.

El proceso de desaceleración que inició la economía española a lo largo de 2007 se ha hecho más pronunciado en los primeros meses de este año. No obstante, dispone de algunos factores que pueden actuar de soporte de la desaceleración, mitigar el alcance de la misma y, pasado el período de ajuste, retornar la senda de crecimiento potencial a medio plazo. Entre ellos, cabe citar, en primer lugar, los elementos de estabilización macroeconómica que proporciona la pertenencia a una unión monetaria y que se manifiestan en un entorno de tipos de interés moderados y de referencias que deberían anclar las expectativas de inflación. A ello se unen el dinamismo demográfico, la expansión de la oferta laboral, el aumento del *stock* de capital, la flexibilización de los mercados de factores y productos y la situación saneada de las finanzas públicas, que proporcionan una buena base para el aumento del producto potencial y para un funcionamiento macroeconómico que haga compatible un alto dinamismo económico con el mantenimiento de los equilibrios necesarios.

Aunque las turbulencias financieras han venido a agudizar algunos de los factores de riesgo existentes…

Frente a estos elementos, la aparición del episodio de las turbulencias financieras en el momento en el que la economía se adentraba en un cambio de fase cíclica ha venido a agudizar algunos factores de riesgo que acompañaban a la propia maduración cíclica, así como a añadir otros nuevos. Riesgos cuya materialización podría restar efectividad a los soportes de

los que dispone la economía para moderar el alcance de la desaceleración y sostener el dinamismo de la actividad a medio plazo. Tal es el caso, sobre todo, del posible debilitamiento del entorno exterior y del efecto de las tensiones financieras sobre la capacidad de captación de recursos externos que la financiación del crecimiento requiere.

como son el menor dinamismo de nuestros mercados de exportación…

Si el reciente episodio de inestabilidad financiera y de incremento de la incertidumbre internacional llegara a afectar significativamente a nuestros mercados de exportación, se vería mermada la capacidad de la demanda exterior para contener el impacto negativo de la desaceleración del gasto interno. Y si este fuera el caso, la intensidad de la desaceleración dependerá en mayor medida de la capacidad de las empresas españolas para compensar este debilitamiento de la demanda a través de nuevas mejoras en su posición competitiva frente al intenso ajuste que se está produciendo en la estructura del comercio mundial. En 2007, el comportamiento del comercio exterior de bienes apunta a que ya se estarían dando algunos pasos en esta dirección, aprovechando, como se ha señalado, las oportunidades que están surgiendo en algunas economías emergentes y en otros mercados. El necesario avance en esta línea de comportamiento requerirá mejoras en la calidad de las exportaciones y mayor contención en la formación de costes mediante incrementos salariales más moderados y ganancias adicionales de productividad, como se analiza y señala en el capítulo 2 de este Informe. Hay que reconocer, al mismo tiempo, que en un escenario de desaceleración más acusado, el menor empuje de la demanda final debería manifestarse en una ralentización de las importaciones, lo que disminuiría la filtración de gasto al exterior y mejoraría la demanda exterior neta.

y el efecto de las tensiones financieras sobre la capacidad de la economía española de captar financiación exterior.

En condiciones normales, la financiación del déficit exterior dentro de una unión monetaria no plantea problemas por sí misma, ya que depende exclusivamente de la calidad crediticia de los prestatarios. En España, quienes han venido captado los fondos externos que requería el elevado crecimiento de la economía han sido las entidades de crédito, que han acudido a los mercados internacionales avaladas por su sólida posición patrimonial. Sin embargo, a raíz de las tensiones financieras surgidas durante el verano de 2007, que están teniendo un alcance y una duración muy superiores a lo inicialmente esperado, los mercados internacionales especializados en la negociación de los activos a medio y largo plazo más comúnmente emitidos por las instituciones españolas han llegado a una situación de práctica paralización, que en algunos casos puede calificarse de colapso. En estas condiciones, el grado de solidez patrimonial de los prestatarios pasa a un segundo plano y la elevada solvencia no es suficiente para asegurar la obtención de nuevos recursos. Hasta el momento, los intermediarios financieros españoles han logrado soslayar estos obstáculos mediante la sustitución de valores a largo plazo por instrumentos a más corto plazo, así como captando más fondos en los mercados interbancarios, incluido el recurso al Eurosistema. Estas son, sin embargo, soluciones de naturaleza transitoria, en espera de que la capacidad de los mercados para intermediar eficientemente los flujos de financiación se restablezca sin demasiada tardanza. La posibilidad de que esta situación se prolongue en exceso constituye, por tanto, un elemento de riesgo para la financiación exterior de la economía, el suministro de fondos al sector privado y para la propia dinámica de ajuste cíclico de la misma.

Las políticas económicas tienen que asegurar que los soportes funcionen y evitar que los riesgos se materialicen.

Las políticas económicas tienen la tarea de asegurar que los soportes de los que dispone la economía española actúen adecuadamente, así como de evitar que los riesgos presentes en la coyuntura actual se materialicen. La orientación de la política monetaria relevante para España viene determinada por los requerimientos derivados del mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo en la zona del euro, y a ello han respondido las decisiones adoptadas por el Eurosistema. Como resultado de ello, las condiciones monetarias y financieras en las que se desenvuelven los hogares y las empresas españolas han sido progresivamente menos holgadas y han contribuido a la ralentización ordenada del gasto y del crédito, aunque

el nivel de los tipos de interés se ha mantenido en cotas moderadas, a pesar de los aumentos de las primas de riesgo generados por las turbulencias. El nuevo tono de la política monetaria está más en consonancia con las necesidades de encauzar las tensiones inflacionistas de la economía española y ofrece una mayor contribución a la contención de las expectativas de inflación, particularmente al inicio de una fase de desaceleración cíclica.

La política presupuestaria se encuentra en una situación adecuada para que puedan funcionar los mecanismos de estabilización en la nueva fase cíclica…

Por su parte, la política presupuestaria se encuentra en una situación favorable para que los mecanismos automáticos de estabilización —que se canalizan a través de las rúbricas de ingresos y gasto público que guardan más relación con el crecimiento económico—, puedan actuar y compensar, en la medida en que sea necesario, los efectos del debilitamiento cíclico sobre el gasto de los agentes. Esta es una de las grandes ventajas que se derivan del esfuerzo de consolidación fiscal realizado durante la expansión y que, a diferencia de lo que ocurrió en fases de desaceleración pasadas o, más recientemente, en algunos países europeos, permite recuperar margen de actuación para la política fiscal que resulta esencial en un contexto en que la política monetaria se establece atendiendo a las condiciones económicas y a las perspectivas de inflación de la zona del euro. El carácter automático de estos instrumentos los convierte en los más adecuados con fines de estabilización, porque responden rápidamente al cambio de ciclo y ayudan a los agentes a formar unas expectativas correctas sobre la actuación de las autoridades públicas y fomentan la confianza.

pero deben evitarse actuaciones generalizadas de signo expansivo que puedan generar incertidumbre...

Deben evitarse, por el contrario, actuaciones de signo expansivo que impliquen un aumento del gasto público o una reducción de los impuestos que vayan más allá de la propia acción de los estabilizadores automáticos. Y ello por varias razones. En primer lugar, por la dificultad de estimar con precisión el margen de maniobra real para acometer políticas expansivas. Esta es siempre una tarea difícil, pero resulta particularmente complicada en la actualidad, debido a que una parte importante del saneamiento de las finanzas públicas en España se ha basado en un elevado crecimiento económico y, en particular, en la pujanza del sector inmobiliario, lo que se ha traducido en un fuerte aumento de los ingresos impositivos, por encima de lo que tradicionalmente se había observado en otras fases de expansión económica. Este aumento de los ingresos tiene, por tanto, un componente transitorio que puede ser de magnitud considerable, aunque difícil de cuantificar, y por lo tanto puede desaparecer rápidamente en una situación de desaceleración económica. Además, como la evidencia histórica muestra, la efectividad de este tipo de medidas es incierta debido a los retrasos con los que se propagan sus efectos. Tampoco debe desdeñarse la posibilidad de que en una situación económica como la actual, caracterizada por una elevada volatilidad de los mercados financieros y un incremento generalizado de los riesgos sobre la evolución de la economía, actuaciones expansivas de política fiscal de carácter general puedan generar incertidumbre sobre los agentes económicos, dando lugar a un retraimiento del gasto privado. Este puede ser el caso en un contexto en el que, además de la incertidumbre, los agentes perciban la existencia de riesgos para el mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas en el medio plazo, derivados de las obligaciones futuras que surgirán por el impacto del envejecimiento de la población sobre el gasto público en pensiones o sanidad. Por todas estas razones, actuaciones discrecionales de este tipo pueden comprometer el mantenimiento de la estabilidad presupuestaria a medio y largo plazo y eliminar el margen de maniobra de la política fiscal para afrontar situaciones de desaceleración más acusadas.

El mantenimiento de una orientación de estabilidad presupuestaria durante la desaceleración económica es, en todo caso, compatible con medidas que, pudiendo alterar la composición de ingresos y gastos, no generen un deterioro permanente en la situación fiscal, sobre todo si se trata de medidas que contribuyen a mejorar la calidad de las finanzas públicas y la eficien-

cia de la economía. Pero para ello es fundamental realizar esfuerzos de contención del gasto público, con acciones compensatorias en aquellas rúbricas que ofrecen mayores márgenes para abordar reducciones de costes, en todos los niveles de las AAPP.

teniendo en cuenta, además, los retos a medio y largo plazo a los que se enfrentan las finanzas públicas.

Por último, no hay que olvidar que las finanzas públicas españolas se enfrentan a importantes retos en el medio y largo plazo, como consecuencia de la presión sobre el gasto público que ejercerá el previsible envejecimiento de la población. De no acometerse pronto reformas adicionales en los sistemas de pensiones, que sirvan para aumentar su grado de contributividad y fomenten el desarrollo de sistemas complementarios, la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas resultará cada vez más costosa y difícil.

El avance en las reformas estructurales resultará decisivo.

Por otro lado, el avance en las reformas estructurales será decisivo. En el ámbito de los sistemas financieros, los sucesos vividos desde el pasado verano han puesto claramente de manifiesto la necesidad de revisar algunos aspectos del marco regulatorio en el que trascurre la creciente innovación e integración, a la luz de las lecciones que se puedan obtener de las experiencias acumuladas. Las reformas necesarias tienen, en este caso, una dimensión eminentemente europea, cuando no mundial; no obstante, es a las autoridades nacionales a quienes corresponde velar por que su implementación sea suficientemente rápida y, sobre todo, efectiva. Desde una perspectiva más general, en la etapa de desaceleración que se inicia es especialmente importante que la moderación y el cambio de composición de la demanda sean aprovechados para reorganizar y fortalecer el tejido productivo, de forma que se sienten las bases para una pronta recuperación de un dinamismo sostenible. Para favorecer este proceso resulta imprescindible impulsar la adopción de reformas estructurales que permitan eliminar los obstáculos a una competencia efectiva en los mercados de productos, así como los que puedan entorpecer la reasignación de recursos productivos y mejorar la flexibilidad de los mecanismos de fijación de precios y salarios. De esto último depende que el ajuste recaiga más sobre estas variables o que se desplace hacia la actividad y el empleo, generando mayores costes económicos y sociales. La creación de un clima adecuado en las relaciones industriales entre empresarios y trabajadores puede facilitar la flexibilidad necesaria en el interior de las empresas para introducir los cambios organizativos y en la gestión de la actividad productiva necesarios para adaptarse a la nueva fase cíclica y para alcanzar mejoras de eficiencia en el medio y largo plazo. El logro de avances en el seno de las empresas en esta materia puede contribuir a reducir la necesidad de que el ajuste se realice mediante recortes en el empleo, a suavizar el alcance de la desaceleración y a facilitar la recuperación del dinamismo económico. Las reformas estructurales no solo elevan el crecimiento potencial de la economía a través de la mejora de la productividad, el empleo y la eficiencia del sistema productivo, lo cual es clave para alcanzar mayores niveles de bienestar, sino que también favorecen el ajuste de la economía ante las perturbaciones macroeconómicas y reducen el riesgo de que estos procesos de ajuste sean más prolongados y costosos.

El funcionamiento del mercado de trabajo determinará en gran medida la capacidad de ajuste de la economía…

En este sentido, como se profundiza en el capítulo 2 de este Informe, la mayor flexibilidad que se ha alcanzado en el mercado laboral en estos últimos años ha sido, en buena medida, el resultado del efecto dinamizador que han ejercido los nuevos entrantes en este mercado —trabajadores inmigrantes, fundamentalmente—, que muestran una mayor flexibilidad salarial, así como una movilidad geográfica y sectorial más elevada, y su actitud ante la pérdida de empleo es más activa. Por el contrario, no se han introducido cambios en el marco de negociación colectiva ni en los sistemas de contratación laboral que permitan prever un ajuste de los salarios de la magnitud necesaria para impedir que, en un contexto de desaceleración económica, el ajuste recaiga principalmente sobre el empleo temporal, que sigue representando más del 30% del empleo total. Por eso es imprescindible seguir avanzando en las reformas del mercado de trabajo con la progresiva eliminación de las rigideces nominales y reales exis-

tentes, facilitando una adecuación de los incrementos salariales a los aumentos de la productividad, de forma diferenciada entre sectores y empresas, y abordando algunas de las reformas pendientes en el ámbito de la contratación, de forma que se elimine la segmentación actual. El hecho de que el cambio cíclico de la economía española se esté produciendo en un momento de repunte salarial y de significativo deterioro de la situación inflacionista hace más apremiante, si cabe, afrontar este conjunto de reformas.

En paralelo, estas medidas deben acompañarse de una mejora en la formación de los trabajadores, que incremente su productividad y facilite su adaptación ante cambios en las necesidades de la demanda y, por tanto, la reasignación de los trabajadores entre sectores y profesiones. Este aspecto resulta también clave desde una perspectiva de medio plazo en el que el fenómeno del envejecimiento de la población puede limitar la disponibilidad de empleo cualificado. Para ello se debe promover la formación continua de los trabajadores y, en general, mejorar la educación, tanto la secundaria, donde la tasa de abandono escolar sigue entre las más elevadas de los países de nuestro entorno, como la universitaria, impulsando, además, su adecuación a los nuevos requerimientos de las empresas. La movilidad regional de los trabajadores podría, por su parte, favorecerse a través del desarrollo de un mercado de vivienda en alquiler suficientemente profundo, para lo cual se hace necesario mejorar la seguridad jurídica de los propietarios, modificar aquellos aspectos de la Ley de Arrendamientos Urbanos que pueden estar limitando la entrada en el mercado de viviendas vacías, como, por ejemplo, la duración mínima de los contratos, promover la vivienda de protección oficial en este régimen y revisar los incentivos fiscales a la compra que favorecen este régimen de tenencia frente al de alquiler.

junto con el aumento de la competencia, la profundización de la liberalización...

Pero, además, debe continuar el aumento del grado de competencia en los distintos sectores de la economía, mediante políticas de liberalización y de desregulación. Esta orientación es fundamental para mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos en la economía y también puede contribuir a aminorar las subidas de precios.

Como se observa en el recuadro 1.3, el grado de competencia ha aumentado, con carácter general, de forma significativa en las últimas décadas, pero en algunos sectores de actividad es todavía inferior al de otros países de nuestro entorno. En primer lugar, existe margen para profundizar en los procesos de liberalización ya iniciados de algunas industrias de red y, en particular, de la energía. En los sectores de gas, electricidad y comercialización de hidrocarburos líquidos, la evolución más reciente en cada uno de ellos del segmento del mercado liberalizado, de los precios y de las cuotas de mercado muestra resultados dispares, que sugieren la necesidad de dar un impulso a la competencia. Por otra parte, en relación con el transporte, el retraso en la liberalización programada del sector ferroviario, en particular en la creación de un regulador independiente que supervise el funcionamiento de este mercado, ha demorado la introducción de competencia efectiva. Debe tenerse en cuenta, además, que estas dos ramas de actividad —transporte y energía— son, como en la mayoría de economías desarrolladas, las principales generadoras de emisiones de CO_2, por lo que las actuaciones en estos ámbitos resultan claves para que España pueda alcanzar los compromisos medioambientales adquiridos en Kioto. En cuanto a las telecomunicaciones, aunque los indicadores de precios y cuotas apuntan hacia nuevos avances en su entorno competitivo, se mantiene, no obstante, una brecha significativa en el peso de las tecnologías de la información en comparación con la situación en otras economías desarrolladas, que puede ser sintomática de problemas subyacentes en el sector. Por último, en el caso del comercio minorista, el grado de regulación se ha ido haciendo más restrictivo, lo que resulta preocupante dado el papel que desempeñan los canales de distribución en el comportamiento de la productividad y en los procesos de formación de precios. Por ello, se hace necesario revertir esa tendencia y proce-

EL NIVEL DE LOS MÁRGENES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA. UNA ILUSTRACIÓN DE LOS EFECTOS DE LA LIBERALIZACIÓN DE LOS MERCADOS

RECUADRO 1.3

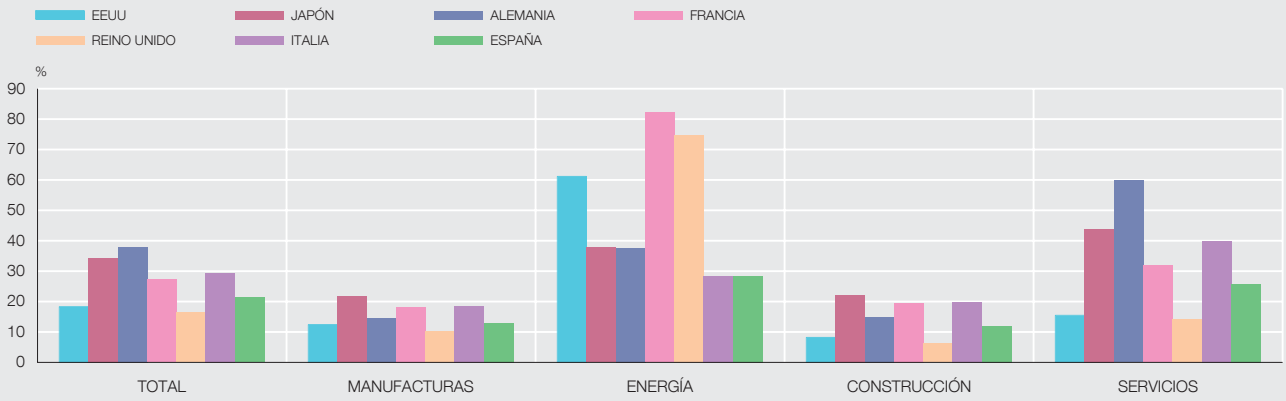
La teoría económica establece que, en ausencia de fallos de mercado, la competencia perfecta garantiza una asignación óptima de los recursos. Como consecuencia de ello, las desviaciones respecto a esta situación (monopolio, oligopolio, competencia monopolística, etc.) tienden a generar un precio de equilibrio superior al de competencia perfecta, que reduce la cantidad de producto intercambiada y producida por las empresas participantes en el mercado. De esta forma, cuanto menor sea el nivel de competencia de una economía, más lejos se encontrará su nivel de producción y, por tanto, su nivel de empleo del nivel potencial al que podría aspirar. Además, la competencia no solo tiene efectos positivos sobre la riqueza agregada del país, sino que también tiene un impacto redistributivo: es la rivalidad entre los productores la que obliga a las empresas a reducir los precios y los márgenes con los que operan y, así, a transferir las rentas y los beneficios del progreso técnico y de la innovación a los consumidores.

Además, estudios más recientes muestran que una mayor competencia puede tener efectos adicionales sobre la actividad sin necesidad de aumentar la dotación de factores productivos de la economía, ya que puede influir sobre su productividad. Esto es consecuencia de que una mayor competencia: a) incentiva a las empresas existentes en el mercado a aproximarse a su frontera de posibilidades de producción, de modo que se reduce la denominada ineficiencia X[1]; b) provoca que las empresas más eficientes crezcan y desplacen a las menos eficientes, llegando, incluso, a desaparecer, por lo que pueden ser sustituidas por nuevas entrantes más productivas, y c) puede incentivar la disposición de las empresas a investigar y a innovar[2].

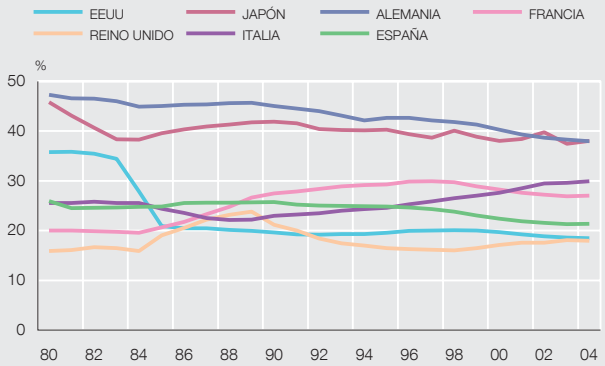
Una forma de aproximar en qué medida un mercado se aleja del paradigma de la competencia perfecta es mediante el cálculo de los

1. La ineficiencia X hace referencia a aquellas pérdidas de eficiencia derivadas del comportamiento de los individuos que forman parte de organizaciones no sujetas a la disciplina del mercado, como consecuencia de la falta de mecanismos de control e incentivos adecuados. **2.** Este último efecto es mucho más controvertido, tanto a nivel teórico como empírico. Por un lado, se puede pensar que, cuanto mayor es la competencia, mayores son las ganancias de (y las presiones para) reducir los costes de producción, mejorar el producto o diferenciarse de los competidores; por otro lado, dado que la inversión en I+D+i suele implicar elevados costes fijos y requerir cierto tiempo la obtención de sus rendimientos, solo empresas que cuenten con rentas monopolísticas podrían disponer de los recursos financieros necesarios para acometer tales inversiones.

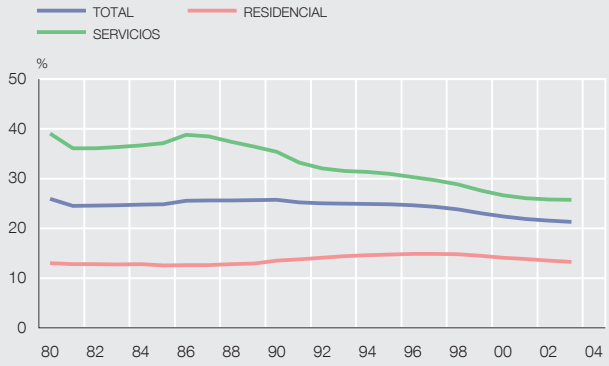
1 ESTIMACIÓN DE LOS MÁRGENES.
Porcentaje respecto a la producción bruta (2000-2004)



2 EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DESARROLLADAS.
Porcentaje respecto a la producción bruta (1980-2004)



3 EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES EN ESPAÑA Y DESAGREGACIÓN SECTORIAL.
Porcentaje respecto a la producción bruta (1980-2004)



FUENTE: Banco de España, a partir de los datos de EU-KLEMS.

márgenes empresariales[3] de las empresas que operan en él. Así, en este recuadro se presenta una estimación de los márgenes de la economía española para distintas ramas de actividad, comparándolos con los de los seis mayores países desarrollados (Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Alemania, Francia e Italia). Para ello, se utiliza la metodología introducida por Hall (1988)[4] y mejorada posteriormente en diversos aspectos para dotar de mayor robustez a los resultados que proporciona. Además, para tener en cuenta que también podrían existir problemas de falta de competencia en los mercados de los factores de producción, se tienen presentes los desarrollos de Dobbelaere y Mairesse (2007)[5], que permiten tener en cuenta que los salarios de los trabajadores se fijen a través de la negociación colectiva.

De forma intuitiva, esta estimación aproxima los *mark-ups* como la ratio entre los ingresos de las empresas y los costes de los factores que son utilizados en la producción. Dado que se considera que todos los factores productivos pueden ajustarse inmediatamente, estas estimaciones solo se pueden considerar una aproximación a los niveles de largo plazo de los *mark-ups.* En cualquier caso, no debe olvidarse que no se consideran los costes fijos; por este motivo, es aconsejable hacer inferencias sobre el nivel de competencia en un mismo sector de distintos países en función de la magnitud de sus *mark-ups,* más que entre distintos sectores de un mismo país.

Así, en el gráfico 1 aparecen los *mark-ups* estimados para los siete países más desarrollados en la primera mitad del nuevo milenio. Como se puede apreciar, España presenta un nivel de márgenes medio para el conjunto de la economía de alrededor del 20%, superior al 16% estimado para el Reino Unido, país que presenta los niveles de márgenes más reducidos. Al nivel de las grandes ramas de actividad, los márgenes parecen ser más reducidos en las manufacturas que en el resto de ramas, probablemente debido a que aquellas se encuentran más expuestas a la competencia internacional. En cambio, en España los márgenes más elevados se encuentran en el sector servicios (26%), que prácticamente duplican el 14% que se estima para el Reino Unido. Por su parte, los márgenes de largo plazo de la economía española en la rama de la construcción son relativamente reducidos (12%), resultando significativo el que hayan sido los países con menores márgenes en este sector los que han mostrado en los últimos años un mayor dinamismo de su oferta (Reino Unido, Estados Unidos y España). A un mayor nivel de desagregación, los resultados sugieren que los márgenes son particularmente elevados en los sectores de agricultura, servicios recreativos y personales, sanidad, hoteles y restaurantes, transporte, energía eléctrica y material de transporte. En cambio, en la electrónica y servicios a empresas los *mark-ups* en España son los más bajos de todos los países considerados.

La evolución de los márgenes en las tres últimas décadas se muestra en los gráficos 2 y 3. Se puede apreciar cómo el nivel de competencia de las economías desarrolladas ha tendido a aumentar en las últimas décadas, con las únicas excepciones de Italia y Francia, cuyos niveles de márgenes eran superiores en 2004 a los de principios de los años ochenta. En el caso del resto de países, destacan las notables reducciones registradas en Estados Unidos (a mediados de los años ochenta) y en Alemania (aunque en este caso se partía de niveles muy elevados, con lo que continúa siendo el país que presenta menores niveles de competencia). En España, los *mark-ups* se han reducido en alrededor de cinco puntos porcentuales desde principios de los años ochenta. Esta reducción ha sido sobre todo consecuencia del notable ajuste en los servicios, proceso que parece haberse detenido a principios del nuevo milenio. En el caso de las manufacturas se observan un estancamiento hasta principios de los años noventa y un claro aumento en los años posteriores.

Para ilustrar las potenciales ganancias para la sociedad de una política de fomento de la competencia en la economía, diversos trabajos han intentado estimar el aumento de producción que se obtendría si se elevara su nivel de competencia. Así, por ejemplo, Bayoumi et ál. (2004)[6] encontraron que el PIB del área del euro podría aumentar de una forma muy significativa si su nivel de competencia se igualara al de Estados Unidos. Dado que, según las estimaciones de este recuadro, el nivel de los *mark-ups* en España en los últimos años sería inferior a los de los países más grandes del área del euro, pero todavía superiores a los del Reino Unido o Estados Unidos, las ganancias de producción (y, consecuentemente, de empleo), de aproximarse al nivel de competencia de estos dos países, serían suficientemente significativas. Más concretamente, las mayores ganancias se generarían en los servicios y en la rama de electricidad, y, por el contrario, ni en las manufacturas ni en el sector de la construcción habría ganancias de actividad significativas.

3. Los márgenes se definen como los ingresos que obtiene una empresa por encima de la remuneración que paga a sus trabajadores, de los gastos por aprovisionamientos y por el funcionamiento general de la empresa y de la remuneración del capital productivo. **4.** R. Hall (1988), «The Relation between Price and Marginal Cost in US Industry», *Journal of Political Economy,* n.º 39.
5. S. Dobbelaere y J. Mairesse (2007), *Panel Data Estimates of the Production Function and Product and Labor Market Imperfections,* ECB Working Papers Series, n.º 782.

6. T. Bayoumi, D. Laxton y P. Pesenti (2004), *Benefits and Spillovers of Greater Competition in Europe: a Macroeconomic Assessment,* ECB Working Papers Series, n.º 341.

der, en particular, a una reducción de las barreras que dificultan la entrada de nuevos establecimientos en este sector.

la mejora del marco regulatorio y el impulso de la productividad.

Las políticas de liberalización deben venir acompañadas de la definición de marcos regulatorios más sencillos, transparentes y estables. Aunque no se dispone de estimaciones precisas, España es uno de los países europeos donde las cargas administrativas relacionadas con la actividad empresarial son más onerosas y que, por tanto, dificultan en mayor medida la competitividad de las empresas. En este sentido, una ambiciosa transposición de la directiva de servicios y el establecimiento de medidas concretas con el fin de alcanzar los objetivos marcados en este ámbito en el Programa Nacional de Reformas, en particular, en el ámbito de la I+D+i, podrían desempeñar un papel muy relevante en la disminución efectiva de los costes de las empresas y en la creación de un entorno más favorable a su creación y, por tanto, a la dinamización y flexibilización de la economía.

Por último, las políticas mencionadas deben complementarse con actuaciones adicionales orientadas a fomentar el crecimiento a largo plazo, mediante el aumento de la inversión en capital físico, tecnológico y las infraestructuras, el impulso de la innovación, así como la adecuada incorporación de sus resultados en los procesos productivos y la mejora de la eficiencia del sector público. A la consecución de los objetivos mencionados deben contribuir todas las administraciones —en particular, las CCAA, dadas las elevadas competencias que han adquirido en los distintos ámbitos de la actividad económica—, así como los agentes sociales, cada uno desde su área de responsabilidad respectiva.

2 DESACELERACIÓN Y REEQUILIBRIO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: EL CICLO INMOBILIARIO Y EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE TRABAJO

Desaceleración y reequilibrio de la economía española: el ciclo inmobiliario y el funcionamiento del mercado de trabajo

1 Introducción

Tras una larga fase de expansión impulsada por el dinamismo de la demanda interna y de la oferta…

Durante la larga fase de expansión de la última década, el crecimiento de la economía española se ha beneficiado de la concurrencia de importantes impulsos expansivos, tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta. Los primeros han propiciado un notable avance del consumo y de la inversión (sobre todo, residencial), al tiempo que un incremento paralelo en la oferta de trabajo, ligado en parte al fenómeno de la inmigración, ha permitido que la mayor demanda se tradujera en un elevado dinamismo de la actividad y del empleo. No obstante, con el paso del tiempo, algunos de los impulsos iniciales han ido perdiendo fuerza, a la vez que el particular patrón de crecimiento seguido se ha caracterizado por un bajo avance de la productividad, un crecimiento de la demanda interna superior al del potencial de la economía y una marcada concentración de recursos productivos en el sector de la construcción residencial, que han dado lugar a algunos desequilibrios, como el creciente endeudamiento de las empresas y de las familias españolas, que se ha plasmado en un mayor déficit de la balanza por cuenta corriente, y la persistencia de una tasa de inflación más elevada que en el conjunto de la zona del euro. La confluencia de todos estos factores ha ido abriendo el camino a una fase de desaceleración paulatina que ha ido afianzándose a lo largo de 2007 y que debe permitir el tránsito hacia un nuevo patrón de crecimiento basado en unos fundamentos más equilibrados y, por tanto, más sostenible a largo plazo.

la maduración del ciclo inmobiliario ha marcado el inicio de una fase de desaceleración…

Los primeros signos de desaceleración hicieron su aparición en el sector inmobiliario a mediados de 2006 y se fueron consolidando de forma gradual a lo largo del pasado ejercicio. El incremento de los tipos de interés, las menores expectativas de revalorización de la vivienda derivadas de la propia maduración del ciclo en este mercado (de hecho, la tasa de crecimiento de los precios de estos activos reales se ha venido reduciendo desde finales de 2004) y unas perspectivas más moderadas de crecimiento de la renta disponible de los hogares fueron llevando a una desaceleración de la intensa demanda de viviendas que se había venido registrando. Como consecuencia, la actividad en el sector de la construcción residencial comenzó a perder vigor. En la parte final del pasado año, además, el episodio de turbulencias financieras internacionales vino a añadir incertidumbres adicionales sobre el posible curso de este proceso.

cuya transmisión al resto de sectores depende de la evolución del empleo y de la competitividad…

Los efectos de la reducción de la actividad inmobiliaria sobre el PIB dependen de su extensión e intensidad y del alcance de la transmisión de dicha reducción al resto de la demanda interna. Aunque dicha transmisión discurre a través de diversos canales, la evolución del empleo, que es un determinante crucial de la renta bruta disponible de los hogares y, por tanto, de su gasto en consumo, es el eslabón más influyente en el resultado final del impacto sobre la demanda interna. Por otra parte, el comportamiento de la demanda exterior y, en particular, su capacidad para contrarrestar el menor vigor de la demanda nacional resultan también particularmente relevantes. Por lo tanto, cuando los principales países de destino de nuestras exportaciones también se encuentran inmersos en una fase de desaceleración, el comportamiento de la competitividad adquiere especial importancia a la hora de favorecer el reequilibrio entre la demanda interna y la exterior y, así, alcanzar una senda de crecimiento sostenible.

y, por tanto, la flexibilidad del mercado de trabajo adquiere una gran trascendencia.

La importancia que tiene el comportamiento del empleo y de la competitividad en el proceso de reequilibrio de la economía y a la hora de mantener nuevos soportes para el dinamismo económico atribuye un protagonismo especial al funcionamiento del mercado de trabajo. La magnitud de las pérdidas de empleo generadas por la menor actividad en el sector inmobiliario y por los posibles efectos agregados de la desaceleración sobre el resto de los sectores dependerá fundamentalmente de la movilidad sectorial y ocupacional del factor trabajo y del

grado de flexibilidad de los salarios. Asimismo, será difícil que la demanda exterior neta desempeñe un papel suficientemente compensador de la demanda interna si los diferenciales de costes y precios con respecto al resto de países de la zona del euro se mantienen dentro de las cotas registradas desde el inicio de la Unión Monetaria. La corrección de esta persistencia requiere una contención de los costes laborales mayor que en el resto de los países de nuestro entorno y un avance igualmente más significativo de la productividad.

Con estas premisas, este capítulo profundiza, en primer lugar, en el análisis de las causas y consecuencias de la desaceleración del sector inmobiliario. Dado que los aspectos más destacados de las turbulencias financieras y su influencia sobre la economía española se han tratado con detalle en el capítulo 1 de este *Informe Anual,* aquí la atención se centra en los fundamentos que han sustentado la expansión del sector y que han conducido a la maduración del ciclo, y en los canales de transmisión de la disminución de la actividad inmobiliaria al resto de la economía. A partir de este enfoque, posteriormente se analiza con detalle el papel central que debe desempeñar el mercado de trabajo para amortiguar el impacto agregado de la desaceleración inmobiliaria, facilitando tanto la movilidad sectorial y geográfica del factor trabajo como la sustitución de demanda interna por demanda exterior. En particular, se destacan los elementos institucionales de este mercado que pueden influir en el alcance y en la duración del proceso actual de desaceleración y reconducción de la economía hacia pautas de crecimiento más sostenibles.

Este enfoque no implica que el comportamiento del mercado de trabajo sea el único —y ni siquiera el más importante— factor en la determinación de la intensidad y la duración del proceso de ajuste en el que está inmersa la economía española. Otras variables, como el avance de la competencia en los mercados de bienes y servicios y el desarrollo de políticas estructurales dirigidas a fomentar la eficiencia de los factores de producción, resultarán enormemente relevantes, incluso, para la propia mejora de la eficiencia y de la flexibilidad del mercado de trabajo, como se ha señalado en el capítulo 1 de este Informe. Asimismo, la penetración de los bienes y servicios españoles en los mercados exteriores dependerá también de la capacidad de las empresas para mejorar la calidad de sus productos y reducir costes. Ahora bien, en un contexto de desaceleración del consumo y de la inversión residencial originada en el ajuste inmobiliario, el empleo resultará crucial para sostener la demanda agregada y, por tanto, la actividad económica en el corto plazo. Esta es la principal razón por la que este capítulo centra su foco de atención en el mercado de trabajo, mientras que competencia y políticas estructurales son tratados con detalle en otros capítulos de este *Informe Anual.*

2 El ciclo inmobiliario

2.1 EXPANSIÓN, DESACELERACIÓN Y SOPORTES ESTRUCTURALES DEL SECTOR INMOBILIARIO

Entre los diversos factores específicos que han contribuido a la expansión inmobiliaria, destaca el fuerte dinamismo demográfico…

Entre 1998 y 2007 el parque de viviendas aumentó en alrededor de 5,7 millones de unidades (un 29,6%). Un primer elemento explicativo de este fuerte avance es el incremento de la población residente en España, impulsado por los elevados flujos de inmigrantes, y que se cifró en unos 5,3 millones (un 13,4%) en ese período. Esta expansión de la población residente vino acompañada, además, de cambios importantes en su composición, que han influido también en una mayor demanda de viviendas. Así, el número de hogares se elevó en una proporción mayor (4 millones, esto es, un 32,3%), como resultado de la disminución del tamaño medio del hogar, que pasó de 3,25 a 2,8 miembros. Esta reducción del tamaño medio del hogar se explica fundamentalmente por el aumento del número de hogares unipersonales y monoparentales, que pasaron de unos 366.000 en 1998 (un 24,6% del total) a más de 540.000 (un 36,3% del total) en 2005[1]. Asimismo, el cambio en la composición por edades de la población ha contribuido al aumento del parque inmobiliario. Como ponen de manifiesto los resultados del recuadro 2.1, alrededor de un 60% del incremento en el núme-

1. Estos datos proceden de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, para la que los resultados disponibles últimos se refieren a 2005.

El parque inmobiliario en España se ha expandido de forma notable en los últimos años: entre 2002 y 2005 aumentó en más de 2,1 millones de unidades. Este crecimiento ha coincidido con dos desarrollos importantes: una mayor holgura de las condiciones financieras y un incremento del tamaño de la población. Este recuadro presenta una estimación del cambio en el parque de viviendas entre 2002 y 2005 debido a factores demográficos.

Un modelo simple de ciclo vital predice que la demanda agregada de viviendas depende, además del tamaño de la población, de su composición por edades. En la primera etapa del ciclo vital, los jóvenes es más probable que convivan con sus padres o que demanden una vivienda en alquiler, en lugar de disponer de una en propiedad. A medida que los individuos se hacen mayores (y, normalmente, alcanzan un nivel de renta más elevado y crece el tamaño familiar), es más fácil que demanden viviendas adicionales, tanto para uso principal como para uso vacacional[1]. Finalmente, tras la jubilación, los individuos reducen sus activos inmobiliarios y algunos comparten residencia con familiares. La información disponible a partir de la *Encuesta Financiera de las Familias* (EFF-2002) confirma estas pautas de tenencia de vivienda (véase cuadro 1). Así, se observa que, tanto en las primeras etapas del ciclo vital (entre 18 y 45 años) como en la última (más de 65 años), los individuos son más propensos a vivir con otros familiares, y que las probabilidades de poseer la vivienda de residencia o una secundaria adicional alcanzan su máximo en el estadio central del ciclo vital (entre los 46 y los 65 años).

Entre 2002 y 2005, la población española experimentó un incremento elevado: de 41.135.500 a 43.500.520 individuos (un 5,75%). Además, el crecimiento fue más acusado en los segmentos de edad que constituyen el momento del ciclo vital en el que los individuos son más proclives a poseer viviendas. Los efectos sobre la demanda de inmuebles de estos cambios demográficos se pueden cuantificar a partir de estimaciones basadas en datos de la EFF-2002 y en el uso de modelos de elección discreta *logit multinomial*. Más concretamente, en este recuadro se estima la probabilidad de que, como resultado solo de su edad, los individuos conformen un determinado tipo de hogar (viviendo en pareja o en otras situaciones) y alquilen o adquieran su residencia habitual u otras viviendas adicionales. Una vez obtenidas esas probabilidades, y dados el tamaño y la composición de la población española en 2005, se puede estimar el parque de viviendas de ese año que resultaría exclusivamente de la evolución demográfica. Por comparación con el parque efectivamente observado, se puede entonces calcular qué parte de la variación entre ambos años se explica por los cambios demográficos y cuál (el resto) responde al comportamiento de los demás determinantes de la tenencia de vivienda (renta, situación laboral, precio de los inmuebles...).

Los resultados de este ejercicio se resumen en el cuadro 2. Como se puede observar, los cambios en el tamaño de cada uno de los grupos de población considerados explican bastante bien la dirección y, en menor medida, la magnitud del cambio del parque de las viviendas utilizadas como residencia habitual. Como cabría esperar, sin embargo, en el caso de las viviendas distintas de la residencia habitual, los

1. Un rasgo específico de la economía española es una alta propensión de los individuos a poseer una segunda vivienda para uso vacacional. La edad media de adquisición de la segunda vivienda ha sido sorprendentemente estable desde 1990: 44 años.

1 LA DEMANDA DE VIVIENDA A LO LARGO DEL CICLO VITAL (a)

		RÉGIMEN DE TENENCIA DE VIVIENDA				
		Alquilan su residencia habitual (b)	Poseen su residencia habitual (b)	Poseen vivienda diferente a su residencia habitual (c)		Viven con familiares
				Una	Dos o tres	
Entre 18 y 35 años de edad	Viven en pareja	0,064	0,226	0,025	0,001	0,635
	Resto	0,021	0,022	0,006	0,001	
Entre 36 y 45 años de edad	Viven en pareja	0,137	0,536	0,095	0,006	0,125
	Resto	0,028	0,061	0,010	0,001	
Entre 46 y 55 años de edad	Viven en pareja	0,088	0,542	0,153	0,026	0,070
	Resto	0,029	0,082	0,009	0,001	
Entre 56 y 65 años de edad	Viven en pareja	0,053	0,561	0,172	0,031	0,054
	Resto	0,025	0,087	0,015	0,002	
Más de 65 años de edad	Viven en pareja	0,054	0,431	0,096	0,013	0,175
	Resto	0,041	0,166	0,021	0,002	

FUENTE: Banco de España.

a. Elaboración a partir de datos de la EFF2002. Las celdas muestran la probabilidad del régimen de tenencia de vivienda y estado civil en cada grupo de edad. Las predicciones se obtienen usando una regresión en la que las variables explicativas son el grupo de edad y el sexo de cada persona mayor de 18 años encuestada.
b. Estos individuos no poseen vivienda alguna aparte de la de residencia.
c. Las viviendas demandadas por estos grupos excluyen las casas alquiladas a otros hogares o cedidas para uso gratuito. Se incluyen las viviendas usadas por individuos que no poseen su residencia habitual, pero poseen una secundaria.

factores exclusivamente demográficos dejan una parte mayor del incremento entre 2002 y 2005 sin explicar, particularmente en caso de que el número de estas viviendas sea superior a dos. Este resultado corroboraría que, de manera poco sorprendente, la tenencia de viviendas no principales depende en mayor medida de los factores no demográficos que este modelo no incorpora. La agregación de las tenencias estimadas para los distintos tipos de vivienda sugiere que el crecimiento del parque entre 2002 y 2005 que se podría justificar sobre la base, exclusivamente, de los cambios experimentados en ese período en el tamaño y la composición de la población española es de 1.142.112 viviendas. El aumento efectivamente observado fue de 2.040.450 viviendas, según los datos (provisionales) de la EFF-2005 y, por tanto, los cambios demográficos explicarían alrededor del 56% del incremento del parque inmobiliario en esos años.

Siguiendo el mismo enfoque, se puede estimar también cuál sería el parque de viviendas correspondiente al tamaño y a la composición de la población proyectada para 2010 (que, de nuevo, ignoraría los efectos del comportamiento del resto de los determinantes fundamentales de esta variable). El resultado, que también se muestra en el cuadro 2, implica un aumento del parque inmobiliario de 1.564.865 viviendas entre 2005 y 2010, lo que supondría que el ritmo de crecimiento anual de demanda de viviendas debido exclusivamente a razones demográficas sería ligeramente menor a partir de 2005 (315.000 unidades) que el observado entre 2002 y 2005 (380.000 unidades). Esta diferencia se debe a que, a pesar de que se espera que el tamaño de la población aumente en mayor medida en el período 2005-2010, el avance estará relativamente concentrado en esta ocasión en los grupos de edad que realizan una demanda de vivienda inferior a la media (en concreto, los grupos de edad entre 0 y 17 años y de más de 65).

En todo caso, hay que recordar que estos resultados han de tomarse con ciertas cautelas, ya que el procedimiento estadístico utilizado no permite contemplar la posibilidad de que el comportamiento de los jóvenes de hoy difiera del de sus padres cuando envejezcan. Además, la EFF-2002 no permite conocer con exactitud el uso de propiedades inmobiliarias en manos de los hogares cuando este supera las tres unidades.

2 CONTRIBUCIÓN DE LOS CAMBIOS DEMOGRÁFICOS EN 2002-2010 AL AUMENTO DEL PARQUE INMOBILIARIO (a)

Viviendas (miles) (b)

			Datos observados			Demanda estimada con la estructura de población de:		Explicación demográfica
			2002 (1)	2005 (2)	Diferencia 2002-2005 (3)=(2)–(1)	2005 (4)	2010 (5)	% cambio 2002-2005 (4)–(1)/(3)
En pareja	Alquilan su residencia habitual (c)		944	1.163	219	1.003	1.090	0,27
	Poseen su residencia habitual (c)		1.312	1.423	111	1.403	1.515	0,82
	Poseen vivienda diferente de su residencia habitual (d)	Una	2.564	3.091	527	2.725	3.015	0,31
		Dos o tres	6.894	7.133	240	7.390	8.023	2,07
Resto	Alquilan su residencia habitual (c)		759	1.031	272	807	880	0,18
	Poseen su residencia habitual (c)		2.978	3.572	594	3.208	3.504	0,39
	Poseen vivienda diferente de su residencia habitual (d)	Una	145	236	92	154	166	0,10
		Dos o tres	602	587	-14	649	711	-3,38
Total de viviendas			16.197	18.238	2.040	17.339	18.904	0,56

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Elaboración propia a partir de EFF-2002 y EFF-2005 y de las proyecciones de población a corto plazo para el escenario central realizadas por el INE.
b. Las cifras de viviendas únicamente incorporan la vivienda principal y las tres viviendas secundarias que se encuentran entre las tres propiedades inmobiliarias de más valor declaradas por las familias en la EFF-2002 y EFF-2005.
c. Estos individuos no poseen vivienda alguna aparte de la de residencia.
d. Las viviendas demandadas por estos grupos excluyen las casas alquiladas a otros hogares o cedidas para uso gratuito. Se incluyen las viviendas usadas por individuos que no poseen su residencia habitual, pero poseen una secundaria.

ro de viviendas observado entre 2002 y 2005 se podría atribuir al aumento de la población y al incremento del peso de los grupos que tienen una mayor predisposición a ocupar una o varias viviendas.

Los desarrollos demográficos anteriores resultan bastante singulares cuando se comparan con los acontecidos en otros países que, como el nuestro, han experimentado un importante ciclo alcista en el precio de la vivienda a partir de finales de los años noventa de la pasada

década y que, posteriormente, han registrado comportamientos mucho menos dinámicos, con retrocesos incluso, en dichos precios. Otro factor idiosincrásico del ciclo español es el importante papel que puede haber desempeñado la demanda de inmuebles por parte de familias no residentes. Desafortunadamente, la falta de estadísticas más precisas impide una cuantificación precisa del verdadero peso de este factor[2].

junto a unos tipos de interés reducidos, condiciones crediticias favorables y expectativas favorables de crecimiento…

Otros factores que han favorecido igualmente la expansión inmobiliaria tienen un carácter algo más general, aunque es probable que sus efectos se hayan visto amplificados en alguna medida por la marcada preferencia de las familias españolas por los activos inmobiliarios. En primer lugar, cabe citar los bajos niveles de los tipos de interés, nominales y reales, las expectativas de mayores rentas por parte de los hogares y la mayor disponibilidad de crédito. Por la naturaleza de activos de larga duración de las viviendas, su producción y adquisición se caracterizan normalmente por niveles de apalancamiento elevados, de manera que la actividad del sector resulta especialmente sensible a las condiciones crediticias. Como se observa en el gráfico 2.1, los tipos de interés para la adquisición de viviendas por los hogares siguieron una tendencia decreciente, hasta alcanzar valores mínimos entre 2002 y 2005. Adicionalmente, la mejora de las condiciones de acceso a la financiación propiciada por el aumento del empleo y la fuerte competencia y las innovaciones financieras en el segmento de los préstamos hipotecarios, entre otros factores, impulsó la concesión de crédito a los hogares para la adquisición de viviendas, que creció a tasas interanuales de alrededor del 20% durante 2000-2003 y del 24% en 2004-2005[3]. Los préstamos a constructores y promotores inmobiliarios avanzaron también de modo significativo, con tasas de crecimiento en el entorno del 19% y del 36% en la primera mitad de la década.

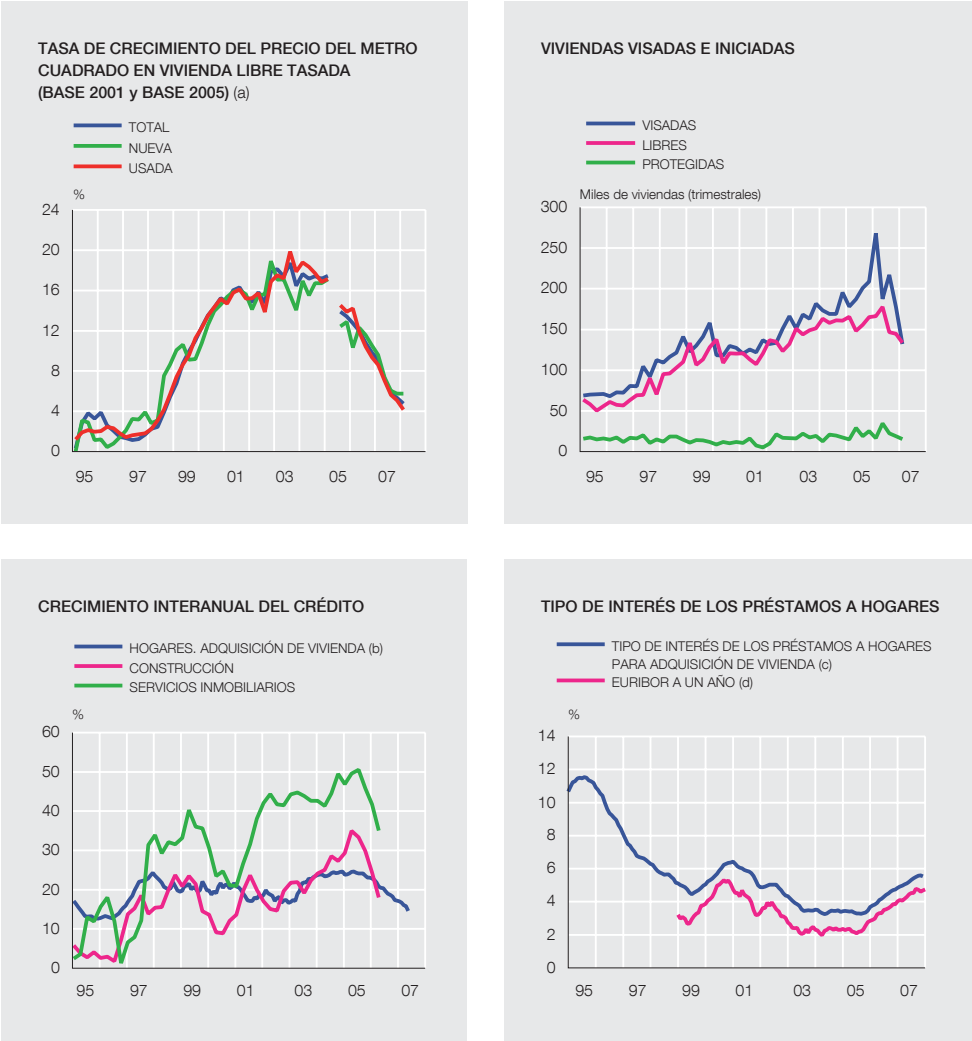
Por otra parte, el hecho de que las propiedades inmobiliarias puedan ser habitualmente utilizadas como garantía en la concesión de préstamos genera una cierta retroalimentación entre el endeudamiento de los hogares y la demanda y el precio de las viviendas: una mayor facilidad para el endeudamiento favorece el incremento de la demanda de viviendas y de su precio, pero un aumento de este último propicia también un mayor endeudamiento, dado el uso de este activo como garantía de las deudas.

y una elevada capacidad de la oferta en el sector de la construcción para acomodar el incremento de la demanda con la construcción de nuevas viviendas.

Por el lado de la oferta, el sector también ha mostrado una notable capacidad de reacción. Como se observa en el gráfico 2.1, la construcción de nuevas viviendas siguió una tendencia creciente entre 2000 y 2006, alcanzando un máximo de 760.000 viviendas iniciadas en este último año[4]. Entre los factores que han facilitado este elevado dinamismo de la oferta destacan tres: la disponibilidad del suelo urbanizable, que, aunque ha podido retrasar en alguna medida la reacción de la oferta ante el impulso de la demanda, no parece haber supuesto una restricción tan importante como en otros países más densamente poblados o con regulaciones más estrictas sobre planificación urbanística; la mayor facilidad de acceso al crédito de los promotores inmobiliarios; y, finalmente, y el incremento de la oferta de trabajo, alimentado por la inmigración, que ha impedido que este factor limitara la construcción de nuevas viviendas. Así, cuando se consideran los países que han experimentado los mayores aumentos de los precios de la vivienda en los años recientes, España destaca por ser uno de los que registraron incrementos más significativos en la inversión residencial y en el empleo en el sector de la

2. La inversión directa extranjera en inmuebles se incrementó en un 102% entre 1998 y 2006. Teniendo en cuenta la evolución del precio medio de la vivienda y suponiendo que todos los inmuebles adquiridos por no residentes fuesen viviendas, se obtendría una cifra de alrededor unas 45.000 unidades por año. Sin embargo, en 2006, único año para el que esta cifra está disponible, el Registro de la Propiedad recoge un volumen de adquisiciones bastante menor: unas 17.000, aproximadamente. **3.** Para mayor detalle sobre los determinantes del crédito a hogares, véase Fernando Nieto (2007), *The determinants of household credit in Spain,* Documentos de Trabajo, n.º 0716, Banco de España. **4.** Esta cifra, no obstante, puede estar distorsionada como consecuencia de la puesta en marcha de un nuevo Código Técnico de Edificación, que seguramente aceleró la iniciación de obras en el tramo inmediatamente anterior a su entrada en vigor.

CICLO INMOBILIARIO: 1995-2007 GRÁFICO 2.1



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

a. Nueva estadística a partir de 2005.
b. Incluye créditos en balance y titulizados.
c. Desde enero de 2003 se corresponden con los tipos declarados en el marco de la Circular 4/2002.
d. Serie publicada desde enero de 1999.

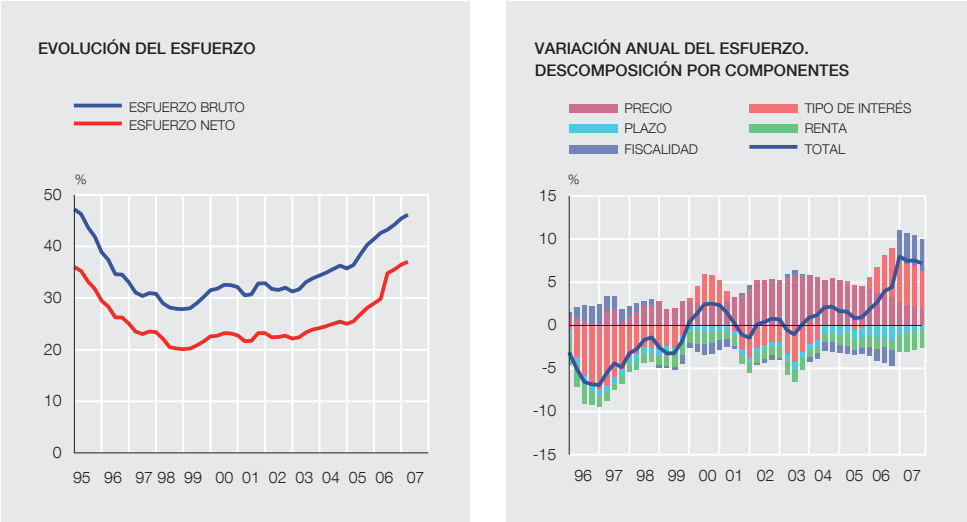
construcción, tanto en términos absolutos como en relación con el avance experimentado por los precios de la vivienda[5].

Tras la maduración de un ciclo inmobiliario bastante singular…

Como se observa en el gráfico 2.1, el tono de las condiciones financieras empezó a reducir su grado de holgura desde mediados de 2005. Los tipos de interés de los préstamos a hogares comenzaron a incrementarse a partir de esa fecha, lo que ha repercutido en el comportamiento del crédito, cuya desaceleración es también evidente desde comienzos de 2006 en el caso de las familias, y desde algo más tarde en el de constructores y promotores inmobiliarios. El precio de los inmuebles, como ya se ha señalado, inició una fase de desaceleración hacia tasas más compatibles con la evolución de sus determinantes fundamentales ya a finales de 2004, incidien-

5. En un trabajo reciente de Olympia Bover y Juan F. Jimeno *(House prices and employment reallocation: International evidence,* Documentos de Trabajo, n.º 0705, Banco de España) se estima la elasticidad del empleo en el sector de la construcción con respecto a los precios de la vivienda en varios países occidentales. España aparece en el grupo de países con valores más elevados de dicha elasticidad.

ESFUERZO DE ACCESO A LA VIVIENDA GRÁFICO 2.2



FUENTE: Banco de España.

do así sobre las expectativas de revalorización de estos activos. No obstante, las tasas de variación media de los precios han continuado siendo positivas, lo que, unido al cambio de tendencia del coste de la financiación, ha incrementado el grado de esfuerzo para el acceso a una vivienda. Tal y como se observa en el gráfico 2.2, los indicadores habituales de esfuerzo —la cuota correspondiente a un crédito hipotecario típico para la adquisición de una nueva vivienda en relación con la renta media de los hogares—[6] alcanzaron un valor mínimo en 1999 y empezaron a repuntar moderadamente hasta 2005 (acumulando en este período un crecimiento de alrededor de 1 pp) y de forma bastante más acusada (5 pp) durante 2006-2007.

A lo largo de 2007 se ha ido configurando también un escenario de previsiones de crecimiento más contenidas tanto en España como en los países de nuestro entorno, cuyos residentes han podido contribuir en mayor medida a la demanda de vivienda en España. Globalmente considerados, los factores anteriores apuntan claramente hacia un menor vigor de la demanda de inmuebles en España. La naturaleza eminentemente idiosincrásica de buena parte de los factores que han estado detrás de la fase alcista hace que la experiencia reciente de países como, por ejemplo, Estados Unidos no ofrezca referencias válidas para calibrar el recorrido potencial y el alcance de la nueva etapa. De este modo, el análisis de los factores que determinarán el comportamiento del sector inmobiliario durante el proceso de ajuste ha de abordarse desde una perspectiva eminentemente doméstica.

el dinamismo demográfico…

El primero de ellos es el dinamismo demográfico. Como se señalaba anteriormente, la expansión inmobiliaria en España, al contrario que en otros países, como Estados Unidos o Reino Unido, ha recibido un fuerte impulso del crecimiento de la población y de los cambios en su composición. Según las proyecciones demográficas disponibles, el crecimiento de la población se mantendría en tasas elevadas en los próximos años, apoyado en flujos migratorios significativos, si bien el cambio del ciclo económico plantea algunas incertidumbres sobre el flujo neto de inmigrantes que se supone en estas previsiones. Como se ilustra en el recuadro 2.1, manteniendo las pautas de tenencia de vivienda por grupos de población observadas en 2002, las proyecciones demográficas para 2010 implicarían la necesidad de incrementar el

6. Para una explicación de la metodología que subyace a la construcción de estos indicadores, véase Jorge Martínez Pagés, «Indicadores de accesibilidad y esfuerzo en el mercado de la vivienda», *Boletín Económico*, mayo 2005, Banco de España.

parque de viviendas, como consecuencia exclusivamente de los cambios poblacionales, en unas 315.000 unidades por año, frente a un registro equivalente de unas 380.000 por año durante el período 2002-2005. Estos cálculos, por otra parte, no consideran el aumento de la demanda que se derivaría de la probable permanencia de algunos de los factores demográficos que han impulsado la disminución del tamaño medio del hogar, como es el caso, por ejemplo, de la incidencia creciente de las separaciones matrimoniales. A este respecto, resulta ilustrativo señalar que, a pesar de su rápida reducción, el tamaño medio por hogar en España (2,8 miembros) sigue siendo considerablemente mayor que en la mayoría de los países de la UE (2,4, en promedio; 2,1 en Alemania; 2,4 en Francia; 2,6 en Italia; 2,3 en el Reino Unido).

el comportamiento del precio de la vivienda…

Incluso en condiciones crediticias holgadas, el comprador de una vivienda debe normalmente desembolsar una cierta cantidad de fondos propios. Por ello, el crecimiento de los precios de la vivienda durante la fase alcista del ciclo ha limitado la capacidad de compra de los grupos de la población con menos recursos propios. De hecho, según los datos disponibles de la Encuesta Financiera de las Familias, durante el período 2002-2005 el porcentaje de hogares que eran propietarios de su vivienda principal se redujo entre los hogares con cabeza de familia menor de 35 años (del 68,3% al 62,1%) y entre los hogares pertenecientes a las dos decilas inferiores de la distribución de la renta (del 74,1% al 70,7%)[7]. En la fase de desaceleración, sin embargo, si aumentara la ratio entre las rentas y el precio de los activos reales para parte, al menos, de este grupo de compradores potenciales, su acceso al mercado podría verse facilitado, reactivándose así, en cierta medida, la demanda de vivienda entre determinados segmentos de la población.

y la flexibilidad laboral en el sector de la construcción…

Según la Encuesta de Población Activa, entre principios de 1996 y finales de 2007 el número de ocupados en el sector de la construcción[8] aumentó desde 1,17 millones a 2,72 millones de personas. Casi la mitad de esos empleos (un 43,9%) han sido ocupados por extranjeros, que han incrementado su peso relativo en este sector desde el 1,1% hasta el 24,4% en ese mismo período. Adicionalmente, la tasa de temporalidad en el sector de la construcción se sitúa alrededor del 55%. La mayor movilidad ocupacional y geográfica asociada a las características de los trabajadores de este sector podría permitir, en primer lugar, que el ajuste se produjera con menores pérdidas de empleo a medio plazo en el propio sector y, en segundo lugar, que los salarios y, por tanto, los costes laborales del sector desempeñaran un papel más relevante en ese ajuste que en episodios de desaceleración anteriores.

podrían contribuir a acotar la intensidad y la duración de la desaceleración de la actividad inmobiliaria…

Los elementos anteriores podrían hacer que la desaceleración en el sector residencial encontrara una línea de soporte que limitara su alcance y su duración. En esta misma línea, algunas de las posibles medidas relacionadas con el sector podrían ayudar a que la evolución de los precios de la vivienda siguiera una trayectoria sin oscilaciones bruscas. Así, por ejemplo, cuando existe cierta segmentación entre los demandantes de servicios residenciales que acceden a la propiedad y aquellos que alquilan, las medidas orientadas a favorecer la rentabilidad del alquiler podrían redirigir hacia ese mercado una parte de estos inmuebles y, por tanto, contribuir a aligerar la presión de la oferta sobre los precios de la vivienda.

si bien los riesgos presentes en la situación actual pueden erosionar el funcionamiento de estos elementos de soporte.

No obstante, el grado de incertidumbre que existe en estos momentos sobre la evolución futura de gran parte de las variables influyentes en el proceso de ajuste del sector inmobiliario es elevado y, por tanto, el funcionamiento final de los elementos de soporte anteriores está sujeto a riesgos de cierta magnitud. Parte de estos riesgos deriva directamente de las dificul-

---

7. Véase «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005», *Boletín Económico,* diciembre 2007, Banco de España. **8.** Las estadísticas disponibles no permiten separar dentro de este sector los segmentos residencial y no residencial.

tades existentes para calibrar el verdadero alcance de los posibles desajustes acumulados durante la expansión, tanto en precios como en cantidades. Por ejemplo, las estimaciones del exceso de oferta en el mercado inmobiliario residencial requieren precisar el comportamiento de numerosos factores socioeconómicos, así como el grado de segmentación de dicho mercado en varias dimensiones (geografía, estratos de renta y riqueza), por lo que ofrecen, en general, un rango demasiado amplio y demasiado dependiente de los supuestos realizados. Asimismo, las características peculiares del ciclo inmobiliario español hacen, como se ha mencionado ya, que las pautas observadas en episodios de desaceleración en otros países o en períodos anteriores resulten poco informativas. Finalmente, la coincidencia del cambio de ciclo en el sector con un período de inestabilidad financiera cuyos efectos finales están todavía por manifestarse en su totalidad hace extremadamente complicado estimar la dinámica de ajuste más probable.

2.2 LOS CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA DESACELERACIÓN INMOBILIARIA Y EL REEQUILIBRIO DE LA DEMANDA AGREGADA

Cualquier disminución de la actividad económica en un sector afecta al resto de la economía. En el caso de la construcción residencial, estos efectos se producen, fundamentalmente, a través de los cambios en la riqueza y la renta disponible de los hogares, determinantes básicos de sus decisiones de gasto.

El ajuste inmobiliario afecta al resto de la economía a través de dos canales fundamentales: el efecto riqueza sobre el consumo…

En un mundo sin fricciones en el funcionamiento de los mercados ni incertidumbre, y con pautas similares de tenencia de vivienda y de consumo para individuos de diferentes niveles de renta y riqueza, los efectos de los cambios en la riqueza inmobiliaria sobre el gasto serían nulos. La existencia de fricciones, incertidumbre y heterogeneidad, sin embargo, y el importante papel que desempeñan los inmuebles como posibles garantías de eventuales préstamos, hacen que variaciones en el precio de la vivienda puedan afectar al consumo y a la inversión residencial de las familias (y aun al gasto de las empresas, si este depende de créditos garantizados mediante activos reales). En este sentido, es importante recordar que, para que este canal opere, no es necesario que las ganancias o pérdidas de capital se materialicen, ya que la mera posibilidad de hacerlo en un futuro en caso de necesidad puede ser motivo suficiente para reducir o aumentar la necesidad de ahorrar por motivo de precaución. En todo caso, es evidente que las posibilidades que ofrezcan los mercados financieros para hacer líquidos los incrementos del valor de los inmuebles influirán en el posible alcance de los efectos. Asimismo, la percepción sobre la naturaleza permanente o transitoria de los cambios observados en el valor de la riqueza condicionará la magnitud del impacto.

cuya magnitud sería contenida si la evolución de los precios de la vivienda sigue una pauta gradual…

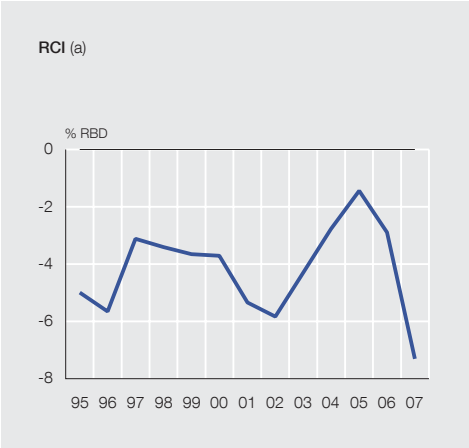
En España, las estimaciones disponibles a partir de la explotación de los datos de la Encuesta Financiera de las Familias 2002 sugieren que la propensión a modificar el gasto en consumo ante cambios de la riqueza inmobiliaria es de 0,03[9]. Es decir, una disminución (exógena) en el valor de las propiedades inmobiliarias de las familias de cien euros llevaría a una reducción de su nivel de consumo anual de tres euros. Sin embargo, estas cifras encubren diferencias importantes entre grupos de hogares. En concreto, este efecto sería mayor (alrededor de 0,06) para los hogares cuyo cabeza de familia tiene entre 35 y 44 años. Además, varían desde un 0,035 para la parte baja de la distribución de la riqueza inmobiliaria hasta un 0,004 en los puntos más altos de esta distribución.

---

9. Véase Olympia Bover (2005), *Wealth effects on consumption: microeconometric estimates from the Spanish survey of household finances,* Documentos de Trabajo, n.º 0522, Banco de España. Con datos agregados, se estima que la propensión marginal al consumo anual es de 0,02 para la riqueza inmobiliaria [véase Carmen Martínez-Carrascal y Ana del Río (2004), *Household borrowing and consumption in Spain,* Documentos de Trabajo, n.º 0421, Banco de España]. Cuando se distingue entre consumo duradero y no duradero, las propensiones al consumo estimadas respectivas son 0,01 y 0,08 [véase Teresa Sastre y José Luis Fernández (2005), *Un modelo empírico de las decisiones de gasto de las familias españolas,* Documentos de Trabajo, n.º 0529, Banco de España].

REEMBOLSO DE CAPITAL INMOBILIARIO (RCI) Y CRÉDITO HIPOTECARIO NO DESTINADO A LA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA

GRÁFICO 2.3



FUENTE: Banco de España.

a. Calculado como diferencia entre la variación del crédito para adquisición de vivienda y la inversión en vivienda de los hogares más una estimación de otros gastos asociados a dicha inversión (comisiones, impuestos, etc). *Mortgage* o *Housing Withdrawal,* en la terminología anglasajona.
b. Préstamos concedidos por OIFM a hogares.

Estos resultados tienden a confirmar que en España el valor de la riqueza inmobiliaria afecta al consumo principalmente, porque las familias la consideran como una potencial fuente de recursos con los que hacer frente a contingencias futuras en caso de necesidad. Es decir, el principal canal por el que discurre el efecto riqueza sobre el consumo es el ahorro por motivo de precaución y no la transformación de las ganancias de capital asociadas a la reevaluación de sus activos en decisiones de gasto adicional —por la vía del crédito hipotecario para fines distintos de la compra de una vivienda—. Así, la evidencia disponible apunta a que la utilización por las familias españolas de los préstamos con garantía real para financiar decisiones de consumo es escasa, como se puede observar en el gráfico 2.3.

En conjunto, dado el elevado peso de la vivienda en la cartera de activos de las familias españolas[10] y la estimación del efecto riqueza comentada anteriormente, cada punto porcentual de caída en el valor real de la riqueza inmobiliaria podría traducirse en una disminución del consumo de aproximadamente 0,15 pp. La interacción entre el comportamiento heterogéneo de los precios de los inmuebles por zonas geográficas y por tipos de vivienda y las diferencias detectadas en las propensiones marginales por estrato de edad y de renta podría hacer que, para algún grupo determinado de agentes, los efectos fueran mayores. Con todo, el efecto riqueza solo provocaría un impacto considerable sobre el gasto en consumo del conjunto de las familias y, por tanto, sobre el nivel de actividad económica en el resto de los sectores, en el caso de que se produjese un ajuste muy abrupto de los precios.

y los originados directamente por la disminución de la actividad en el sector inmobiliario.

Aparte del efecto riqueza, el canal de transmisión potencialmente más relevante en el caso español es el que trascurre a través del impacto de la menor construcción de viviendas sobre el dinamismo del empleo y de las rentas salariales generadas en el sector inmobiliario. La menor actividad tiende a reducir la renta disponible y, por tanto, el gasto en consumo de las familias con miembros empleados en dicho sector. La magnitud del efecto dependerá, lógica-

10. De acuerdo con los datos de la Encuesta Financiera de las Familias 2005, los activos inmobiliarios suponían en torno al 80% de los activos totales de los hogares españoles a esa fecha.

RESPUESTAS A UNA PERTURBACIÓN DE DEMANDA NEGATIVA EN EL SECTOR DE BIENES NO COMERCIABLES

CUADRO 2.1

	Baja persistencia		Alta persistencia			En una economía más flexible (a)			Con ajuste adicional de costes laborales unitarios (a) (b)		
	Un trimestre	Un año	Un trimestre	Un año	Dos años	Un trimestre	Un año	Dos años	Un trimestre	Un año	Dos años
PRODUCCIÓN											
Bienes comerciables	0,06	0,19	0,07	0,44	0,70	0,08	0,50	0,83	0,27	1,40	2,38
Bienes no comerciables	-0,42	-0,75	-0,43	-1,63	-2,30	-0,42	-1,56	-2,12	-0,22	-0,85	-1,24
Total	-0,18	-0,27	-0,17	-0,57	-0,76	-0,17	-0,50	-0,60	0,03	0,31	0,62
EMPLEO											
Bienes comerciables	-0,04	0,03	-0,03	0,13	0,29	-0,02	0,23	0,50	0,32	1,40	2,20
Bienes no comerciables	-0,50	-0,86	-0,50	-1,87	-2,61	-0,50	-1,77	-2,38	-0,19	-0,81	-1,35
Total	-0,31	-0,50	-0,31	-1,05	-1,43	-0,30	-0,95	-1,20	0,00	0,00	0,00
DIFERENCIAL DE INFLACIÓN (ESPAÑA – UEM) (%)	-0,03	-0,01	-0,04	-0,05	-0,03	-0,05	-0,05	-0,04	-0,05	-0,05	-0,04
DÉFICIT COMERCIAL (CON UEM) (%)	-0,01	-0,03	-0,02	-0,11	-0,17	-0,02	-0,12	-0,18	0,05	0,04	-0,10

FUENTE: Banco de España.

a. Estos resultados se corresponden a la simulación con persistencia alta.
b. En este escenario las respuestas del empleo total son cero por definición de la perturbación.

mente, de la percepción que estos hogares puedan tener acerca de la naturaleza permanente o transitoria de las variaciones de su renta, que, a su vez, estará vinculada a la capacidad del mercado de trabajo para reabsorber el eventual exceso de oferta en el sector. En cualquier caso, de producirse, el menor gasto en consumo de estas familias podría terminar afectando, en mayor o menor medida, al conjunto de la demanda interna de la economía, como consecuencia del efecto multiplicador.

Para evaluar los efectos agregados que la desaceleración inmobiliaria puede producir por esta vía, es necesario recurrir, por tanto, a un modelo de equilibrio general que permita cuantificar los ajustes necesarios en los precios relativos ante la disminución de la demanda en un determinado sector. A estos efectos, el panel de la izquierda del cuadro 2.1 presenta algunas simulaciones ilustrativas realizadas con el modelo BEMOD[11]. Más concretamente, para evaluar los efectos de la desaceleración inmobiliaria, se considera una perturbación transitoria negativa en el sector de bienes no comerciables español, cuya magnitud se ha calibrado para que, en el momento de su ocurrencia, provoque una caída en el empleo de dicho sector del 0,5% en términos trimestrales. Para que esta simulación represente en mejor medida el impacto de la desaceleración de la construcción residencial, los pesos del sector de no comercializables en la producción y en el empleo total se han ajustado convenientemente[12]. En consecuencia, esta simulación no tiene en cuenta

11. El BEMOD es un modelo dinámico y estocástico de equilibrio general que representa el comportamiento de los consumidores, de los productores de bienes comerciables y no comerciables de la economía española, así como el de los consumidores y productores del resto del área del euro, de los gobiernos de ambas zonas y de la política monetaria común [véase Javier Andrés, Pablo Burriel y Ángel Estrada (2006), *BEMOD: A DSGE model for the Spanish economy and the rest of the Euro Area,* Documentos de Trabajo, n.º 0631, Banco de España]. **12.** Así, en la simulación, los pesos del sector de bienes no comerciables en la producción y en el empleo se han fijado, respectivamente, en 0,487 y en 0,591.

la posibilidad de que el componente no residencial pueda ganar peso relativo y contrarrestar, al menos parcialmente, los efectos negativos derivados de una menor demanda de viviendas.

Los efectos de esta perturbación dependen, obviamente, de su grado de persistencia, por lo que se han considerado dos escenarios: uno de persistencia baja, en el que, transcurridos dos trimestres, la magnitud de la perturbación se ha reducido a la mitad; y otro de persistencia alta, en el que esta vida media llega hasta los dos años. Mientras que en ambos escenarios el impacto en el primer trimestre es muy parecido (–0,17 pp o –0,18 pp de desviación del PIB con respecto al escenario base), a horizontes más amplios las diferencias son notables. En el primer escenario, al cabo de un año, las pérdidas acumuladas de PIB y de empleo respecto al escenario base son, respectivamente, de –0,27 pp y de –0,50 pp; en el escenario de alta persistencia, dichas pérdidas serían de –0,57 pp y de –1,05 pp, respectivamente. Como se observa en el cuadro, esta perturbación genera una ligera mejora del diferencial de inflación que hace aumentar la producción en el sector de bienes comerciables y reduce el déficit comercial con respecto a la zona del euro. Pero estos efectos son pequeños y no impiden que también se produzca una cierta destrucción de empleo en el sector de bienes comerciables durante los primeros trimestres.

La capacidad de la demanda exterior para compensar estos efectos depende de la mejora de la competitividad…

Los efectos de la desaceleración en el sector inmobiliario sobre el PIB podrían amortiguarse si, en paralelo, fuese posible aumentar el dinamismo de la demanda exterior. Dada la desaceleración de nuestros principales mercados de exportación, la posibilidad de un reequilibrio descansa, sobre todo, en la mejora de la posición competitiva de la producción interior.

La evolución de la competitividad de una economía depende de numerosos factores. Por una parte, se encuentran todos aquellos que inciden en la evolución de los precios relativos de los productos nacionales con respecto a los producidos en el extranjero, adecuadamente ajustados por las diferencias de calidad correspondientes. Por otra, también influyen aquellos que causan variaciones de las demandas relativas de ambos tipos de productos, como, por ejemplo, cambios en las preferencias de los consumidores o en la estructura productiva mundial, que pueden ir a favor o en contra de la especialización del país. Así, un incremento de la competitividad puede producirse, con carácter general, por varias vías: i) mejoras de la calidad de los productos nacionales; ii) una perturbación de demanda relativa a favor de los productos nacionales; iii) una depreciación del tipo de cambio, y iv) una disminución de la tasa de inflación interna por debajo de la tasa de inflación en el extranjero.

que, entre otros factores, se ve afectada por la evolución de los costes laborales unitarios...

De entre todos esos factores, el diferencial de inflación con respecto a la zona del euro, dado el elevado peso del comercio exterior de España con el resto de países de la misma, adquiere una especial importancia, en particular en una situación de desaceleración de la demanda internacional como la actual. El comportamiento de este diferencial es el resultado tanto del crecimiento de los costes laborales unitarios (que, a su vez, se puede descomponer en los incrementos de los costes laborales y de la productividad del trabajo) como de la evolución del margen de explotación, ambos expresados en relación con los del área del euro. El cuadro 2.2 muestra que, a lo largo del período 1996-2007, el factor que más ha contribuido a la persistencia de un diferencial de inflación positivo (1,6 pp por año como media durante 1996-2001 y 1,8 pp por año durante 2002-2007) ha sido el diferencial de costes laborales unitarios. No obstante, cabe también señalar que durante la segunda parte del período (2002-2007) se han producido una reducción del peso relativo de este diferencial y una ampliación del correspondiente a los márgenes empresariales. En términos sectoriales, como se puede observar en el gráfico 2.2, en la primera parte del período (1996-2001) el diferencial de inflación se podía atribuir fundamentalmente al sector servicios, que contribuía en 1,1 pp de un total de

APORTACIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN

CUADRO 2.2

	Al deflactor de las ramas			Al deflactor del total		
	1996-2001	2002-2007	1996-2007	1996-2001	2002-2007	1996-2007
APORTACIÓN DEL DIFERENCIAL POR RAMAS DE ACTIVIDAD						
TOTAL	1,6	1,8	1,7	1,6	1,8	1,7
Coste laboral unitario	1,1	0,8	1,0	1,1	0,8	1,0
Remuneración por ocupado	*0,6*	*0,6*	*0,6*			
Productividad aparente	*0,6*	*0,2*	*0,4*			
Excedente unitario	0,5	1,0	0,7	0,5	1,0	0,7
AGRICULTURA	0,3	2,0	1,2	0,0	0,1	0,0
Coste laboral unitario	0,5	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,0
Remuneración por ocupado	*1,1*	*-0,6*	*0,2*			
Productividad aparente	*-0,8*	*0,4*	*-0,2*			
Excedente unitario	-0,1	2,3	1,1	0,1	0,1	0,1
INDUSTRIA Y ENERGÍA	1,0	2,6	1,8	0,2	0,5	0,3
Coste laboral unitario	0,9	1,0	0,9	0,2	0,2	0,2
Remuneración por ocupado	*-0,2*	*0,4*	*0,1*			
Productividad aparente	*1,1*	*0,7*	*0,9*			
Excedente unitario	0,1	1,5	0,8	0,1	0,3	0,2
CONSTRUCCIÓN	2,6	3,0	2,8	0,2	0,5	0,4
Coste laboral unitario	2,6	1,3	2,0	0,3	0,3	0,3
Remuneración por ocupado	*1,2*	*1,1*	*1,1*			
Productividad aparente	*1,3*	*0,3*	*0,8*			
Excedente unitario	0,0	1,7	0,9	0,0	0,3	0,1
SERVICIOS	1,8	1,3	1,6	1,1	0,8	1,0
Coste laboral unitario	1,3	0,6	0,9	0,9	0,4	0,6
Remuneración por ocupado	*0,8*	*0,6*	*0,7*			
Productividad aparente	*0,5*	*0,0*	*0,2*			
Excedente unitario	0,5	0,7	0,6	0,3	0,4	0,4

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

1,6 pp, mientras que durante el período 2002-2007 tanto la industria como la construcción y los servicios hacen una aportación significativa a dicho diferencial (de 0,5, 0,5, y 0,8 pp, respectivamente), y en los tres casos el diferencial de costes laborales unitarios explica aproximadamente la mitad de la aportación de cada sector al diferencial de inflación total.

Esta relación entre la competitividad y la evolución de los costes laborales unitarios relativos subraya la importancia de los desarrollos en el mercado de trabajo para facilitar la necesaria recomposición de la demanda final española y para afianzar los soportes que pueden acotar la desaceleración de la economía.

y por la competencia y el dinamismo de los mercados de bienes y servicios.

La moderación de los costes laborales unitarios es una condición necesaria para favorecer la competitividad de la economía española y, por tanto, para incrementar la contribución de la demanda externa a su crecimiento. Pero el nivel de competencia de los mercados de bienes y servicios y, en particular, la eliminación de barreras a la creación de nuevas empresas son igualmente importantes en el contexto actual. De hecho, la mayor flexibilidad del mercado de trabajo y una creciente competencia en los mercados de bienes y servicios resultan complementarias en muchos sentidos. Así, por ejemplo, en un mercado de trabajo con restricciones a la movilidad laboral y salarios rígidos, un incremento de la competencia en el mercado de bienes y servicios no garantiza que se genere nueva actividad econó-

mica en los sectores en expansión, puesto que existirán impedimentos para la necesaria resignación del factor trabajo hacia dichos sectores. Del mismo modo, en una economía con mercados de bienes y servicios poco dinámicos, con escasas posibilidades de entrada de nuevas empresas y con poder monopolista de las existentes, un mercado de trabajo flexible que facilite la movilidad y un comportamiento adecuado de los costes laborales unitarios no garantizan que los avances de la competitividad se traduzcan en un crecimiento de la actividad económica y no en una ampliación de los márgenes empresariales.

3 El mercado de trabajo

Los elementos institucionales del mercado de trabajo que influyen sobre la formación de salarios, que condicionan las mejoras de productividad y que afectan a la movilidad sectorial y ocupacional de los trabajadores resultarán especialmente relevantes para reducir el diferencial de costes laborales unitarios con respecto a nuestros socios comerciales y para llevar a cabo una reasignación sectorial del empleo.

Hay, pues, dos dimensiones, al menos, en las que el mercado de trabajo está llamado a desempeñar un papel fundamental:

la reducción del diferencial de los costes laborales unitarios…

En el marco de una unión monetaria, el comportamiento relativo de los costes laborales unitarios viene determinado por la evolución de los salarios nominales y de la productividad del trabajo, en relación con la que se produce en el resto de países miembros. Así, para que este diferencial se reduzca, es necesario que, o bien los costes laborales nominales crezcan menos, o que la productividad del trabajo aumente más que en el resto de países. Mecanismos que induzcan rigidez en los salarios reales, es decir, que hagan que variaciones de los precios se transmitan automáticamente a los salarios nominales, harán que cualquier aumento de la inflación superior al de nuestros socios comerciales, incluso transitorio, provoque un aumento del diferencial de costes laborales unitarios que, a su vez, tenderá a retroalimentar la brecha de inflación. Esta forma de comportamiento induce tasas de crecimiento de los precios sistemáticamente más elevadas, sin que necesariamente se generen ganancias de poder adquisitivo de los salarios.

y la movilidad sectorial y ocupacional del empleo.

Paralelamente, para llevar a cabo una reasignación significativa del empleo entre sectores y ocupaciones de manera eficiente, es preciso que las condiciones de contratación y los mecanismos de protección social no provoquen que las situaciones de transición sean más costosas y duraderas de lo necesario. El mercado de trabajo español cuenta en la actualidad con un grado de flexibilidad superior al que existía en episodios anteriores de reajuste sectorial del empleo y, además, la llegada de inmigrantes ha aumentado su dinamismo, debido a la mayor movilidad geográfica, sectorial y ocupacional de este grupo de la población. Sin embargo, no hay que perder de vista que la flexibilidad en el ajuste del empleo se deriva fundamentalmente de la importancia adquirida por la contratación temporal, que tiene algunos costes en términos de eficiencia económica y de estabilidad laboral de los trabajadores, y que el dinamismo que genera la presencia de inmigrantes no alcanza por igual a todos los segmentos del mercado.

3.1 LOS COSTES LABORALES UNITARIOS Y LA INERCIA NOMINAL

La reducción de los costes laborales unitarios relativos pasa por una reducción del diferencial de crecimiento de los costes laborales nominales…

Desde mediados de los años noventa de la pasada década, la evolución salarial tanto en España como en el resto de países de la UEM ha estado caracterizada por un elevado grado de moderación. No obstante, a efectos del comportamiento del diferencial de inflación, es preciso resaltar que la moderación salarial, aunque notable, ha sido menos intensa en nuestro país que en el conjunto de la zona del euro. En consecuencia, el crecimiento de los costes laborales ha venido empujando al alza el diferencial de inflación durante la última década (alrededor de 0,6 pp en promedio). En el último lustro, además, se ha producido una cierta aceleración de los salarios nominales (la remuneración por empleado ha crecido más deprisa durante el período 2003-2007 —un 3,1% en media anual— que en el período 1998-2002 —un 2,4% en media anual—), a pesar de que la deriva salarial ha restado 0,8 pp por año al avance

de los salarios entre 1998 y 2002 y 1 pp de media en los cuatro ejercicios siguientes. En 2007 el crecimiento de la remuneración por empleado alcanzó el 3,4%, el valor más elevado de los últimos 15 años y, por primera vez desde los años ochenta, se registró una aportación positiva de la deriva salarial (de 0,2 pp).

que debe llevar a reconsiderar los mecanismos de indiciación salarial…

La regulación de la negociación colectiva desempeña un papel crucial en la determinación del grado de flexibilidad de los costes laborales. Algunos elementos de esta regulación dan lugar a un grado de centralización de la negociación colectiva intermedio que dificulta el necesario ajuste de los costes laborales en una situación en la que, como ocurre actualmente, desviaciones transitorias del objetivo de inflación se trasladan a los salarios como resultado de las cláusulas de revisión salarial. Así, por ejemplo, la contribución de las cláusulas de revisión salarial al crecimiento de los costes laborales en 2008 podría superar 1 pp. Es evidente que la combinación de desviaciones positivas transitorias de la inflación con cláusulas de revisión salarial generalizadas que convierten estas desviaciones en permanentes resulta especialmente perjudicial en el contexto actual y dificulta el objetivo de aumentar la demanda exterior. Como se describe en el recuadro 2.2, la evidencia disponible permite señalar que la persistencia de la inflación es mayor en España que en el resto del área del euro y que la elevada indiciación (junto con otras formas de rigidez salarial) ocupa un lugar destacado entre los factores que explican dicha mayor persistencia.

Las rigideces de precios y salarios que generan persistencia de la inflación tienen un coste importante en términos de la pérdida de actividad y, por tanto, de empleo que se produce tras una perturbación negativa de demanda. El panel de la derecha del cuadro 2.1 ofrece una ilustración de dichos costes, a partir de simulaciones realizadas con el BEMOD. Más concretamente, se repite el ejercicio llevado a cabo en el epígrafe anterior, consistente en simular los efectos de una perturbación transitoria negativa en el sector de bienes no comerciables español que produjera una disminución del empleo en dicho sector similar a la observada en el cuarto trimestre de 2007, pero ahora, en lugar de ajustar el modelo para que replique la rigidez de precios y salarios realmente observada en la economía española, se calibra para que reproduzca el comportamiento de una economía en la que no hubiera indiciación y en la que la frecuencia de ajuste de los salarios fuera el doble de la considerada en el primer caso, manteniéndose la misma frecuencia de ajuste de los precios. Los resultados muestran que, en esta economía más flexible, los efectos de la misma perturbación negativa sobre el sector de los bienes no comerciables sobre el crecimiento y el empleo serían notablemente menores: reduciría alrededor de un 21% la pérdida de PIB y un 16% la pérdida de puestos de trabajo (a un horizonte de dos años). La reasignación sectorial de la producción y del empleo sería, además, más rápida, si bien el ajuste del diferencial de inflación no sería significativamente mayor.

Alternativamente, resulta también ilustrativo computar cuál debería ser el ajuste de los costes laborales unitarios en la economía española para que la demanda exterior compensara la misma perturbación de demanda negativa en el sector de bienes comerciables, de manera que el empleo se mantuviera constante (panel izquierdo del panel inferior del cuadro 2.1). Esta corrección de costes laborales unitarios resulta ser, respectivamente, de 0,2 pp en el primer trimestre, de 0,43 pp en el primer año y de 0,66 pp a dos años, y, unida a la eliminación de la indiciación a la inflación pasada, produciría ganancias considerables de actividad y de empleo en el sector de bienes comerciables.

y por una recuperación suficientemente significativa de la tasa de crecimiento de la productividad.

Por su parte, el crecimiento de la productividad del trabajo en la economía española ha experimentado un ligero repunte durante 2006-2007 (desde el 0,3% en media anual durante 2003-2005, al 0,8% en media anual en los dos siguientes ejercicios). Este avance se ha producido tanto en la industria manufacturera (del 1,9% al 2,5%) como en el sector de servicios de mer-

En el modelo neokeynesiano habitualmente utilizado para el análisis macroeconómico de la inflación, las empresas forman sus precios en función de la tasa de inflación esperada y de los costes reales marginales, de manera que, cuanto mayor sea la frecuencia con la que revisan sus precios, mayor es el impacto de estos costes sobre la tasa de inflación agregada. En una versión extendida de este modelo, algunas empresas ajustan sus precios, de forma subóptima, solo en función de la inflación observada en el pasado. En este caso, la tasa de inflación puede representarse mediante la siguiente ecuación:

$$\pi_t = \gamma_b \pi_{t-1} + \gamma_f E_t \pi_{t+1} + \lambda mc_t$$

donde π es la tasa de inflación, Et π_{t+1} representa el valor esperado de la tasa de inflación, mc son los costes reales marginales y γ_b, γ_f y λ son parámetros que dependen de la frecuencia de ajuste de precios, del peso relativo de las empresas que fijan sus precios en función a la tasa de inflación pasada y de otros determinantes, como la tasa temporal de descuento.

Este enfoque teórico permite distinguir dos fuentes de persistencia de inflación, entendida como la resistencia a retornar a su nivel de equilibrio después de verse afectada por una perturbación transitoria: i) la persistencia *intrínseca*, que se debe a las decisiones tomadas en función de la inflación pasada y que se puede asociar al valor de γ_b, y ii) la persistencia *extrínseca*, que se origina en el comportamiento de los costes reales marginales. A su vez, existen tres fuentes principales de persistencia de estos costes. Una es la inercia de las rentas reales de los factores de producción, tales como los salarios, las rentas del capital o los precios de las materias primas. Otra es la propia persistencia de las perturbaciones reales que puedan afectar a los costes de las empresas, como, por ejemplo, los cambios de la productividad o de los impuestos. Por último, los costes marginales pueden ser también persistentes por la propia inercia de la política monetaria.

La evidencia empírica disponible confirma que, en conjunto, la inflación en España resulta ser más persistente que en el área del euro. Por ejemplo, cuando se mide por el valor del coeficiente ξ en la ecuación[1]:

$$\pi_t = \xi\pi_{t-1} + \sum_{j=1}^{k} \phi_j \Delta\pi_{t-j} + \varepsilon_t$$

es del 0,52 para España y del 0,07 para el área del euro. En este coeficiente se combinan los efectos de las dos fuentes de persistencia señaladas en el párrafo anterior. Los resultados empíricos disponibles apuntan a que la persistencia intrínseca de la inflación en la economía española no es mayor que en el resto de países de nuestro entorno. De hecho, en un reciente trabajo[2] se encuentra que el parámetro de persistencia intrínseca de la inflación es menor en nuestra economía (entre 0,10 y 0,18) que en el resto de países de países de la zona del euro (entre 0,19 y 0,5). Esto implica que la persistencia de los costes reales marginales es la causa principal de la mayor persistencia agregada de la inflación en España.

Entre las causas de la persistencia de los costes reales marginales, cabe esperar que las perturbaciones a la productividad o las causadas por la política monetaria común tengan características similares en todos los países de la zona en lo que se refiere a su duración. Por tanto, la explicación más plausible para el mayor grado de persistencia de la inflación en España comparado con el resto del área del euro descansa en la existencia de mayor rigidez en el ajuste de los salarios reales.

De hecho, en la economía española son frecuentes los acuerdos salariales que contemplan cláusulas de revisión en función de la inflación observada en el año anterior. Si bien depende del desarrollo de la negociación colectiva en cada año, aproximadamente el 70% de los asalariados está cubierto por este tipo de cláusulas. Por el contrario, otros grandes países europeos están muy lejos de estos niveles de indiciación. Así, por ejemplo, en Francia este porcentaje está alrededor de un 15%, y en otros muchos países, como Alemania, Portugal, Holanda, etc., estas cláusulas, simplemente, no existen.

En consecuencia, el efecto, llamado de «segunda ronda», de retroalimentación de la inflación debido al efecto de esta sobre los salarios futuros y, por tanto, sobre los costes e inflación futura resulta ser mayor en España que en el resto del área del euro. Para analizar la dinámica conjunta de la inflación y del crecimiento salarial se puede estimar un vector autorregresivo de estas dos variables, que permite medir hasta qué punto desviaciones transitorias de la inflación se ven reflejadas en los salarios creando una espiral de incrementos de costes y generando, de este modo, persistencia en la inflación. El resultado de dicha estimación indica que el efecto a medio plazo (dos años) de esta perturbación sobre los salarios es aproximadamente cinco veces más elevado en España que en el área del euro[3].

1. La estimación se ha realizado con datos mensuales, ajustados de estacionalidad con TRAMO-SEATS, para índices de precios armonizados. La muestra es enero 1998-diciembre 2007. Esta especificación es la propuesta por Andrew Levin y Jeremy Pager (2004), *Is Inflation Persistence Intrinsic in Industrial Economies?,* ECB working paper n.º 334. La evidencia de test de cambio estructural en diferentes trabajos muestra presencia de cambios estructurales para casi todos los países analizados, pero antes de las fechas utilizadas en nuestra estimación.

2. Fabio Rumler (2005), *Estimates of the Open Economy Phillips Curve for Euro Area Countries,* ECB working paper n.º 496. **3.** Los datos proceden de Eurostat. Los salarios se miden como el índice de coste laboral, ajustados de estacionalidad. En ambos casos, el error estándar estimado correspondiente a ambos coeficientes resulta ser 0,11.

cado (del –0,1% al 0,9%), no así en el sector de la construcción, donde ha tenido lugar un retroceso. No obstante, la contribución del diferencial de productividad al diferencial de inflación ha seguido siendo positiva, en promedio, entre 2002 y 2007 (0,2 pp), aunque inferior a la media del período 1996-2002 (0,6 pp).

El aumento de la productividad del trabajo necesario para revertir la tendencia creciente en la relación entre los precios nacionales y los precios internacionales durante la última década es bastante superior al repunte observado en los dos últimos años. Pero dicho aumento pasa por un desarrollo decidido de políticas estructurales que permitan incrementar el potencial de crecimiento, lograr una mejora en la capacidad de adaptación de la economía y favorecer la asignación eficiente de sus recursos. Las políticas destinadas a flexibilizar los mercados de factores, y de productos, deben efectuar una contribución esencial a estos objetivos y deben complementarse, además, con actuaciones orientadas hacia la mejora de la calidad del factor trabajo, mediante un impulso a la política educativa y hacia la mejora de su eficiencia, mediante el aumento de la inversión en capital físico y tecnológico y el impulso a la innovación. Es cierto, sin embargo, que el efecto de estas políticas tiende a emerger en el medio y en el largo plazo, por lo que es más apremiante la necesidad de lograr mejoras en el diferencial de costes laborales unitarios mediante una mayor contención en la determinación de los salarios a corto plazo.

3.2 FLEXIBILIDAD LABORAL Y REASIGNACIÓN SECTORIAL

Para facilitar la reasignación sectorial del empleo, hay que favorecer la flexibilidad laboral…

En los procesos de reasignación sectorial y ocupacional del empleo, los mecanismos que condicionan las decisiones de contratación desempeñan un papel trascendental. Más concretamente, resultan cruciales la legislación sobre protección al empleo, que determina los costes y las modalidades de las diferentes formas de contratación y de los despidos, y los mecanismos de protección social, que influyen sobre las decisiones de oferta de trabajo y afectan, por tanto, a la frecuencia de los flujos laborales entre diferentes empleos y desde situaciones de inactividad laboral hacia el empleo.

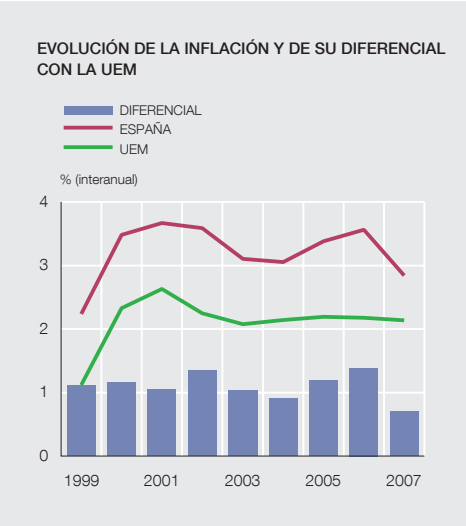
Por lo que se refiere a la legislación sobre protección al empleo, tras varias reformas de alcance limitado, el mercado de trabajo español sigue manteniendo una estructura dual, con una clara segmentación entre empleo permanente y temporal, que se traduce en que una buena parte de los ajustes se producen por la rotación de los trabajadores con contrato temporal. También se observan deficiencias en la provisión del seguro de desempleo y en la eficacia de las políticas activas del mercado de trabajo. Como resultado, la relación de intercambio entre flexibilidad y seguridad laboral que actualmente proporciona el mercado de trabajo español no es plenamente satisfactoria. La mejora de esta relación de intercambio adquiere especial importancia cuando, como ocurre actualmente, la movilidad sectorial es uno de los principales factores que pueden condicionar la magnitud y la duración de la fase de desaceleración en la que ha entrado la economía española.

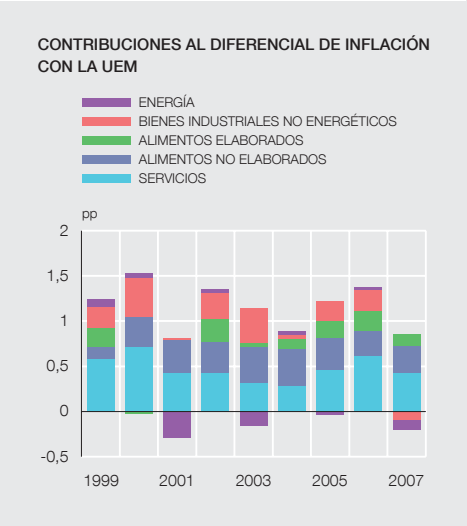
más allá de la que se deriva de la temporalidad…

La información disponible sobre flujos laborales indica la existencia de un elevado dinamismo del mercado de trabajo, si bien el principal mecanismo a través del cual se producen los cambios en el empleo y en el desempleo es la contratación temporal. Así, los flujos trimestrales de entrada y salida del desempleo son de una magnitud considerable, alrededor del 4,5% de la población activa[13]. Por lo que se refiere a las entradas, aproximadamente la mitad se produce desde la inactividad, sobre todo por la incorporación laboral de las mujeres y los jóvenes, pero un 35% se produce desde un empleo con contrato tempo-

13. Esta información procede de la Encuesta de Población Activa.

DIFERENCIAL DE INFLACIÓN FRENTE A LA UEM GRAFICO 2.4





FUENTE: Eurostat.

ral. Una parte importante de las salidas se dirige también hacia la inactividad (un 42%), aunque un porcentaje aún mayor lo hace hacia el empleo temporal (un 47%, aproximadamente).

Por lo que respecta a las entradas y salidas en el empleo, la contratación temporal también desempeña un papel preponderante. Las entradas representan alrededor de un 8,8% de la población activa. Proceden en un 32% del desempleo, en un 38% de la inactividad y un en 30% de otro empleo. Y mayoritariamente (en un 75%) se dirigen hacia un empleo temporal. Los trabajadores con contrato temporal representan alrededor del 70% de las salidas del empleo, que en un 27% de los casos se producen hacia el desempleo, en un 42% hacia la inactividad y en un 32% hacia otros empleos.

Además, las principales diferencias entre ramas de actividad en el comportamiento de estos flujos guardan una estrecha relación con sus distintas tasas de temporalidad. Así, los trabajadores de la construcción, donde la temporalidad presenta tasas mayores, tienen una mayor probabilidad de transitar desde el empleo hacia el desempleo, de cambiar de empleo o de salir del desempleo.

y de la inmigración…

El empleo en sector de la construcción (2,7 millones de ocupados en 2007) es mayoritariamente masculino (casi un 95%) y con una alta incidencia de extranjeros (un 25% en total, de los cuales un 7,5% procede de la UE, un 1% del resto de Europa, un 11,5% de América Latina y un 5,5% del resto del mundo). En principio, cabe esperar que la población inmigrante sea más proclive a la movilidad laboral que la población autóctona, al menos durante sus primeros años de residencia en el país de destino. La evidencia disponible sobre la movilidad geográfica así lo confirma (véase recuadro 2.3). Por ejemplo, los movimientos de población entre municipios, que eran del 2% del total de habitantes en 1996, se han acelerado hasta alcanzar el 4% en 2006. Este incremento se debe, en buena medida, a la contribución de los inmigrantes. Mientras la movilidad geográfica de la población española no supera el 3%, la de la población extranjera es casi cuatro veces superior y alcanza el 11%, lo que implica que este colectivo ha contribuido en casi 1 pp al mencionado incremento de la movilidad interna en España. Por lo que se refiere a la movilidad sectorial, contabilizada a partir de los flujos laborales entre diez grandes sectores

EL AJUSTE DEL MERCADO DE TRABAJO ANTE LA DESACELERACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA. EL PAPEL DE LOS TRABAJADORES INMIGRANTES

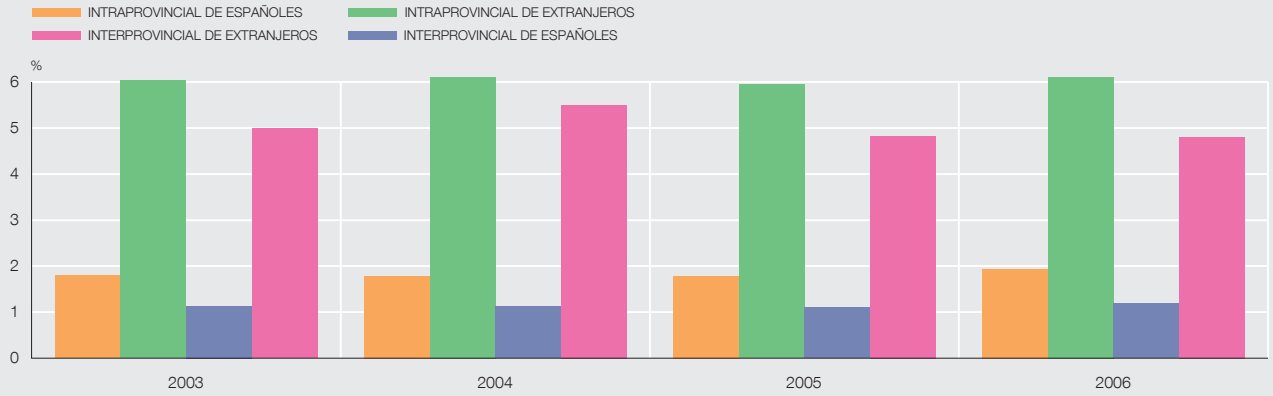
RECUADRO 2.3

La economía española se enfrenta a un proceso de desaceleración de la actividad económica, que se está traduciendo en una destrucción neta de puestos de trabajo en algunos sectores, especialmente en la construcción, y, en general, en un menor dinamismo de la creación de empleo. En este contexto, la capacidad del mercado de trabajo para proporcionar rápida y eficazmente un nuevo empleo a las personas que pierdan su trabajo inicial es uno de los mecanismos clave para limitar el alcance y la duración del proceso de desaceleración y facilitar el repunte de la actividad. Esta capacidad de ajuste depende, básicamente, de la flexibilidad del mercado de trabajo. Diversos trabajos recientes muestran que esta flexibilidad puede haberse incrementado en los últimos años debido al peso que han alcanzado los trabajadores de nacionalidad extranjera, que superan el 13% del empleo total, lo que podría marcar una diferencia fundamental con anteriores etapas de pérdida de dinamismo de la actividad en la economía española.

Esta mayor flexibilidad vendría asociada a distintas características de los inmigrantes en el mercado laboral, como son su elevada ratio de temporalidad, que alcanza el 54%, el doble de la de los trabajadores de nacionalidad española. Asimismo, los trabajadores extranjeros presentan una mayor movilidad laboral. En concreto, como se muestra en el gráfico 1 adjunto, los trabajadores inmigrantes muestran una tasa de movilidad regional que es casi cuatro veces superior a la de la población española[1]. Asimismo, la movilidad intersectorial es superior entre los trabajadores inmigrantes[2] y su carácter emprendedor está más acentuado que entre la población nativa[3]. También merece la pena destacar que los trabajadores inmigrantes tienen una actitud ante la búsqueda de empleo cuando están parados más intensa que la de los trabajadores nativos, de forma que agotan en menor medi-

1. Esto ha contribuido decisivamente a explicar el aumento observado en los flujos de migración regional de la población en España en los últimos 10 años. En términos de la relación entre esta movilidad interna y las diferencias que se observan en los mercados de trabajo a nivel provincial, los trabajadores extranjeros parecen responder en mayor medida a las condiciones laborales de los mercados locales, contribuyendo de esta manera a la reducción de los marcados diferenciales existentes en las tasas de paro regionales y, como consecuencia, en la tasa de paro de equilibrio de la economía española en su conjunto. **2.** Un 8,1% de los inmigrantes ocupados lo estaba en otro sector de actividad un trimestre antes, mientras que este porcentaje es del 5,4% para los trabajadores de nacionalidad española. **3.** En concreto, el pasado año más del 20% de los nuevos trabajadores por cuenta propia fueron extranjeros.

1 PROPENSIÓN MEDIA A LA MIGRACIÓN INTERIOR SEGÚN NACIONALIDAD
En porcentaje del correspondiente colectivo de población



1 FLUJOS LABORALES SEGÚN NACIONALIDAD

	Salidas del empleo (a)	Entradas al empleo (b)	Salidas del desempleo (a)	Entradas al desempleo (b)
TRABAJADORES DE NACIONALIDAD ESPAÑOLA				
2005	8,7	4,9	31,2	4,5
2006	8,3	4,6	31,4	4,1
2007	8,4	4,6	33,3	4,3
TRABAJADORES EXTRANJEROS				
2005	13,8	10,8	42,0	5,5
2006	14,7	10,5	39,4	6,3
2007	15,2	10,7	40,0	7,0

2 SALIDAS DEL EMPLEO SEGÚN NACIONALIDAD Y TIPO DE CONTRATO (a)

	Trabajadores indefinidos		Trabajadores temporales	
	Españoles	Extranjeros	Españoles	Extranjeros
2005	3,7	7,7	21,8	18,7
2006	3,5	8,1	21,4	19,9
2007	3,7	8,4	22,8	22,5

FUENTES: Encuesta de Población Activa, Estadística de Variaciones Residenciales y Banco de España.

a. Porcentaje del grupo de origen.
b. Porcentaje de la población activa.

da que los nacionales el período máximo de las prestaciones por desempleo a que tienen derecho y presentan una incidencia del paro de larga duración que es menos de la mitad que la de los de nacionalidad española. En conjunto, por tanto, esta mayor flexibilidad podría permitir un mejor ajuste del mercado laboral, puesto que los trabajadores inmigrantes parecen más dispuestos a los cambios de sector, ocupación o región.

Por su parte, el análisis de los flujos brutos del mercado de trabajo ofrece una perspectiva relevante y complementaria de esta cuestión, ya que permite aislar las transiciones que se producen entre las distintas situaciones en que puede estar un individuo en el mercado de trabajo: inactividad, paro y empleo. Como se aprecia en el cuadro 1, los trabajadores extranjeros presentan, en general, una mayor movilidad entre las distintas situaciones del mercado laboral. Así, por ejemplo, la tasa de salida[4] del empleo en un trimestre determinado alcanza el 15%, casi doblando la observada entre los trabajadores españoles. Si se analizan los flujos de entrada al desempleo, se observa algo similar. En cada trimestre, alrededor del 7% de la población activa extranjera entra a la situación de desempleo, mientras que este porcentaje ronda el 4% en los activos españoles. No obstante, conviene mencionar que, como se observa en el cuadro 2, la mayor parte de estas diferencias se explican por la mayor temporalidad de los trabajadores inmigrantes, ya que la probabilidad de perder el empleo en un trimestre es elevada, en torno al 20%, y muy similar para ambos colectivos de trabajadores con contrato temporal. En cualquier caso, también se observa una diferencia apreciable entre el colectivo de trabajadores con contrato indefinido, ya que las salidas del empleo son significativamente más elevadas entre los trabajadores de nacionalidad extranjera. En este caso, parecería que la protección al empleo que suponen los más elevados costes de despido en los contratos indefinidos es menos efectiva en el caso de los trabajadores extranjeros, probablemente como consecuencia de su menor antigüedad media en la empresa.

Por tanto, los trabajadores extranjeros presentan unos mayores flujos de salida del empleo y de entrada al desempleo que los trabajadores españoles, lo que, en el contexto actual de desaceleración económica y dado el elevado porcentaje que los trabajadores extranjeros representan en el empleo total, implica un riesgo de que la actual fase de desaceleración de la actividad se traduzca en un ajuste más rápido del empleo que en otros períodos similares. El impacto sobre el desempleo, al menos en el corto plazo, también podría ser mayor, ya que los trabajadores inmigrantes, cuando pierden su empleo, se dirigen con mayor probabilidad al desempleo, mientras que entre el colectivo de trabajadores españoles las salidas hacia la inactividad, es decir, hacia una situación en la que no se busca activamente empleo, son más elevadas[5].

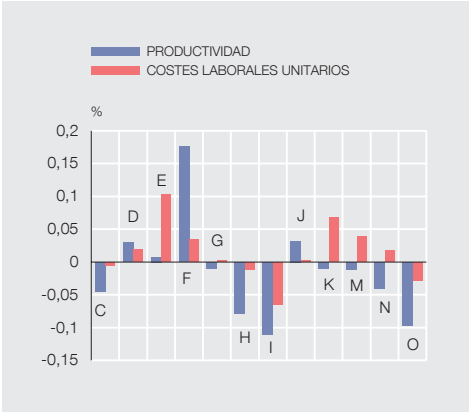
Por otra parte, el análisis de los flujos de entrada al empleo y de las salidas del desempleo también pone de manifiesto que los trabajadores inmigrantes retornan a una situación de empleo con mayor rapidez que los trabajadores nacionales. Así, como se observa en el cuadro 1, las entradas al empleo de los trabajadores inmigrantes alcanzan el 10% del grupo de origen, alrededor del doble de las entradas observadas entre los trabajadores españoles. En cuanto a las salidas del desempleo, la situación es similar, con unas tasas de salida en torno a 10 pp superiores en el caso de los trabajadores inmigrantes. Es decir, este colectivo de trabajadores, que presenta una mayor probabilidad de entrar al desempleo, una vez en paro pasa menos tiempo en esa situación, probablemente como consecuencia de su mayor disposición a aceptar cambios en las condiciones del nuevo empleo. Esto es lo que justifica que la incidencia del paro de larga duración entre los inmigrantes sea de solo el 10%, cifra inferior a la de países como Dinamarca o Suecia.

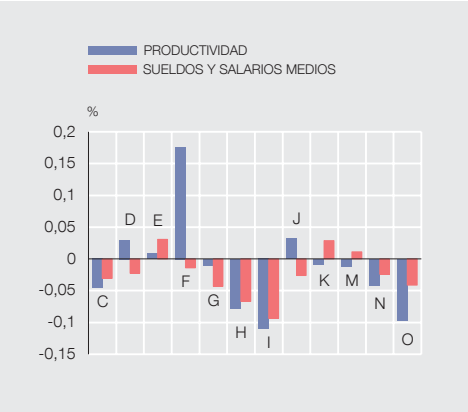
En resumen, el impacto de la inmigración sobre el mercado de trabajo podría traducirse en un ajuste más rápido del empleo que el observado en otras fases similares de desaceleración, dando lugar a un incremento del desempleo más elevado a corto plazo. Ahora bien, en la medida en que, por un lado, el aumento más intenso del desempleo contribuya a la moderación salarial y, por otro, el proceso de reasignación del empleo entre sectores, ocupaciones o regiones resulte más ágil que en otros períodos de desaceleración de la actividad, se podría producir un menor aumento del componente estructural del desempleo de la economía agilizando el necesario proceso de ajuste del mercado de trabajo y aumentando su capacidad de recuperación tras la actual fase de desaceleración. Para finalizar, resulta, no obstante, necesario llamar la atención sobre la incertidumbre asociada al análisis realizado, pues está basado en el comportamiento del mercado laboral en un período caracterizado por un fuerte crecimiento económico y por los intensos flujos de inmigración recibidos. En una fase de desaceleración como la actual, donde, además, resulta posible que los flujos de inmigrantes se ralenticen[6], es posible que se modifiquen las pautas de comportamiento observadas hasta ahora por el colectivo de inmigrantes en el mercado laboral.

4. Es decir, el porcentaje que representan los trabajadores que dejan de trabajar en un trimestre determinado respecto al total de empleados.

5. Esto es así incluso cuando se controla por la diferente estructura por edades de la población nacional y extranjera. **6.** O que, al menos, cambien su composición. Ya en 2007 se ha detectado un aumento importante de las entradas de inmigrantes por reagrupamiento familiar. Este colectivo podrían presentar, en principio, un comportamiento diferente en el mercado laboral.

PRODUCTIVIDAD, COSTES LABORALES BRUTOS, Y SUELDOS Y SALARIOS (a) GRÁFICO 2.5





FUENTE: Banco de España.

a. Tasa de crecimiento nominal en cada sector durante el período 2001-2006 en desviaciones con respecto a la correspondiente al conjunto de la economía. Las actividades se corresponden a la *Clasificación Nacional de Actividades* (CNAE-93) del INE:

C: Industrias extractivas.
D: Industria manufacturera.
E: Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua.
F: Construcción.
G: Comercio, reparación de vehículos a motor, motocicletas y ciclomotores, y artículos personales y de uso doméstico.
H: Hostelería.
I: Transporte, almacenamiento y comunicaciones.
J: Intermediación financiera.
K: Actividades inmobiliarias y de alquiler; servicios empresariales.
M: Educación.
N: Actividades sanitarias y veterinarias, servicios sociales.
O: Otras actividades sociales y de servicios prestados a la comunidad.

de actividad, el de la población inmigrante es superior en un 50% al de la población autóctona[14].

y eliminar mecanismos de inercia salarial que dificultan el ajuste de salarios relativos.

La mayor movilidad de los trabajadores del sector de la construcción debe favorecer el proceso de reasignación sectorial del empleo. Pero, para que el resto de los sectores absorba los excedentes de mano de obra, será necesario un ajuste de salarios relativos entre los distintos sectores y ocupaciones. La experiencia pasada demuestra que la estructura de la negociación colectiva, basada en la preponderancia de los convenios provinciales de ámbito superior a la empresa, no es la más adecuada para acomodar dichos cambios. Los mecanismos de indiciación salarial no solo generan, como ya se ha comentado, rigideces reales de salarios a nivel agregado, sino que también dificultan el ajuste de salarios relativos entre sectores y ocupaciones, e incluso entre empresas individuales dentro de un mismo sector, pero sometidas a perturbaciones heterogéneas. En efecto, como se observa en el gráfico 2.5, las diferencias sectoriales en los costes laborales brutos por trabajador o en sus sueldos y salarios medios se han mantenido aproximadamente constantes durante el período 2001-2006 (las variaciones con respecto al crecimiento medio correspondiente han sido de escasa magnitud). Sin

14. Estos diez sectores son los siguientes: Agricultura, silvicultura y pesca (códigos CNAE-93: 01, 02 y 05), Industria de la alimentación, textil, cuero, madera y del papel (códigos CNAE-93: del 15 al 22), Industrias extractivas, refino de petróleo, industria química, transformación del caucho, metalurgia, energía y agua (códigos CNAE-93: del 10 al 14, del 23 al 28, 40 y 41), Construcción de maquinaria, equipo eléctrico, material de transporte, industrias manufactureras diversas (códigos CNAE-93 del 29 al 37), Construcción (código CNAE-93: 45), Comercio y hostelería (códigos CNAE-93: 50, 51, 52 y 55), Transporte (códigos CNAE-93 del 60 al 64), Intermediación financiera, actividades inmobiliarias (códigos CNAE-93 del 65 al 67 y del 70 al 74), Administración Pública, educación y actividades sanitarias (códigos CNAE-93: 75, 80 y 85) y Otros servicios (códigos CNAE-93: del 90 al 93, 95 y 99).

embargo, las perturbaciones de oferta y de demanda recibidas por cada sector probablemente han sido muy variadas, dado que los impactos de la inmigración y de la globalización no han sido con toda seguridad similares. De hecho, como también se observa en el gráfico, la evolución de la productividad aparente del trabajo durante dicho período muestra una dispersión sectorial superior, lo que apunta a que el ajuste de los costes laborales relativos se produce lentamente, entorpeciendo la reasignación sectorial del trabajo.

En definitiva, este capítulo ha ofrecido un análisis detallado de las principales causas y consecuencias de la maduración del ciclo inmobiliario en España, que ayuda a entender la importancia de la flexibilidad de la economía para asegurar la transición hacia un patrón de crecimiento más sostenible en el medio y largo plazo, en la que destaca el funcionamiento del mercado de trabajo. Los avances en la movilidad sectorial y ocupacional del factor trabajo, las mejoras en el grado de flexibilidad salarial y la corrección del diferencial de crecimiento de los costes laborales con respecto a los de los países de nuestro entorno condicionarán, sin duda, la intensidad y la duración de los ajustes que ya han comenzado. No obstante, el funcionamiento del mercado de trabajo está estrechamente relacionado con otros factores que también condicionarán el proceso de reequilibrio de la economía española. Los avances en la eficiencia de los factores de producción que se puedan alcanzar mediante la profundización en las reformas estructurales y las ganancias de competencia que se consigan en los mercados de bienes y servicios serán tan determinantes o más en este sentido. El análisis global de estos y de otros condicionantes, sin embargo, se aborda desde la perspectiva general de los restantes capítulos de este Informe, mientras que el tratamiento más profundo dado en este capítulo a alguno de ellos obedece al enfoque selectivo del mismo.

3 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

1 *Rasgos generales*

1.1 LA ECONOMÍA MUNDIAL EN 2007

La economía mundial mantuvo en 2007 un elevado crecimiento, pero las turbulencias financieras globales han alterado sustancialmente el panorama económico.

En 2007, la economía mundial mantuvo aún la inercia del fuerte crecimiento registrado en años anteriores (véase gráfico 3.1), aunque en la segunda parte del año se produjo un cambio sustancial en el panorama económico y financiero global. Este punto de inflexión no fue consecuencia de la desaceleración cíclica que ya se apuntaba en algunas economías desarrolladas —en particular, Estados Unidos—, tras una prolongada fase expansiva, sino que vino asociado, principalmente, a las turbulencias financieras que experimentó la economía mundial a partir del verano. Estas turbulencias se iniciaron con los problemas surgidos en el mercado hipotecario de alto riesgo *(subprime)* estadounidense, pero su importancia ha trascendido con mucho la de este mercado. Así, han dado lugar a un período prolongado de volatilidad financiera y de problemas de liquidez (véase gráfico 3.1), a una reevaluación de los riesgos y a tensiones en un número creciente de segmentos de los mercados financieros. El nuevo entorno económico y financiero que se perfila tras este episodio supone un marcado contrapunto respecto a la larga fase de condiciones financieras extraordinariamente holgadas que ha disfrutado la economía mundial en los últimos años y es, en buena medida, consecuencia directa de la etapa anterior.

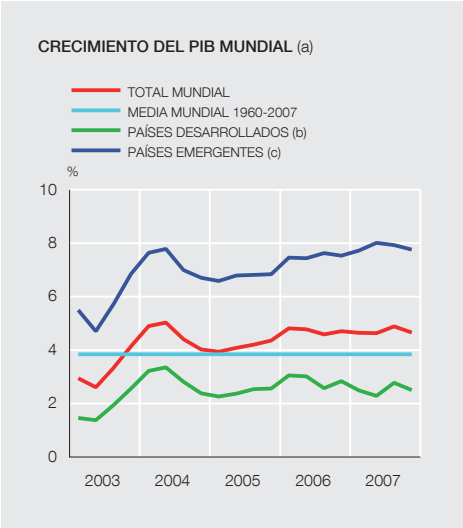
En este contexto, las perspectivas de crecimiento mundial para 2008 se han revisado sustancialmente a la baja en los últimos trimestres de un modo generalizado —aunque en mayor medida en las economías avanzadas—, apuntando hacia una desaceleración acusada de la actividad, que crecería a tasas algo inferiores al 4%. Además, los riesgos sobre esta previsión están sesgados a la baja. Por otra parte, el repunte que se ha producido en las tasas de inflación, impulsadas por los importantes aumentos del precio de algunas materias primas, junto con la elevada incertidumbre sobre el impacto de las turbulencias financieras en la actividad real, suponen un desafío para las autoridades económicas y, en particular, para los bancos centrales, que pueden tener que afrontar dilemas complejos de política económica si persisten las presiones inflacionistas al tiempo que la actividad económica se frena.

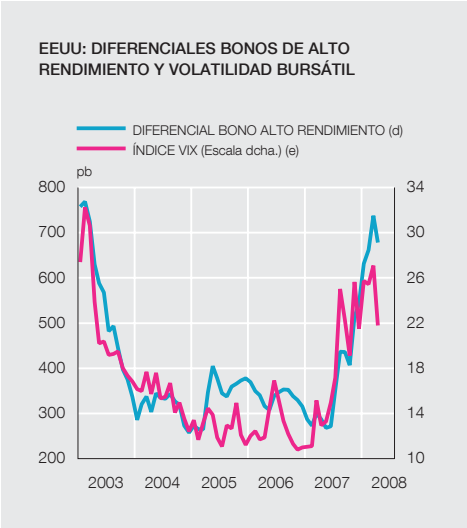
En 2007 se mantuvo el fuerte dinamismo de las economías emergentes, mientras que en las economías avanzadas más afectadas por las turbulencias la actividad tendió a ralentizarse hacia el final de año.

En cualquier caso, la economía mundial volvió a registrar en 2007 una tasa elevada de crecimiento, próxima al 5% y similar a la de los cuatro años previos (véanse cuadro 3.1 y gráfico 3.1). De este modo, culminaba el cuatrienio de mayor crecimiento económico desde los años sesenta —un 4,8% anual, en promedio—, que, además, se ha distinguido por su carácter generalizado. En 2007 las economías industrializadas contribuyeron a este alto ritmo de actividad por encima de lo que se esperaba al inicio del año, dadas la fase avanzada del ciclo y las subidas de tipos de interés que había ido introduciendo la mayor parte de bancos centrales. El crecimiento en este grupo de economías —que se apoyó sobre todo en la demanda interna, salvo en Japón y en algunos países del área del euro— fue del 2,7% en 2007, tres décimas menos que el año anterior. El crecimiento en Estados Unidos —que pasó del 2,9% al 2,2%— se resintió del fuerte ajuste de la inversión residencial, mientras que la desaceleración observada en Japón —del 2,4% al 2,1%— tuvo su origen en la atonía del consumo privado. La actividad en las economías avanzadas mantuvo un fuerte dinamismo hasta el tercer trimestre y solo en los últimos meses del ejercicio se produjo una desaceleración, aunque de diferente intensidad, en la mayoría de ellas.

Las economías emergentes, por otro lado, siguieron creciendo a tasas muy elevadas (7,9%), próximas a las del año anterior y también superiores a lo esperado, apoyadas cada vez más en su demanda interna y, en el caso de los exportadores de materias primas, en los altos precios alcanzados por estos productos. China contribuyó en una cuarta parte al crecimiento mundial,

PIB MUNDIAL Y TIPOS DE INTERÉS Y VOLATILIDAD BURSÁTIL EN ESTADOS UNIDOS GRÁFICO 3.1





FUENTES: Estadísticas nacionales, Fondo Monetario Internacional y Datastream.

a. Elaboración propia, a partir de datos de 56 países que representan el 91% del PIB mundial. Los agregados se han calculado utilizando el peso de los países en la economía mundial, en ppp, según información del FMI.
b. Europa Occidental, Estados Unidos, Canadá, Japón, Australia, Nueva Zelanda, Israel y Eslovenia.
c. América Latina, Asia Emergente, Europa Central y del Este (excepto Eslovenia) y Sudáfrica.
d. Diferencial del bono de alto rendimiento de Lehman Brothers con el bono del Tesoro a diez años.
e. Índice de volatilidad implícita de S&P 500.

mientras que la India y los principales países exportadores de petróleo contribuyeron en otro 25% adicional. En conjunto, las economías emergentes explican casi el 70% del crecimiento global. Esta cifra ya ha sido calculada a partir de las nuevas estimaciones de PIB en paridad de poder adquisitivo —publicadas a finales de 2007—, que han rebajado sustancialmente la participación de las economías emergentes en el PIB mundial, en relación con estimaciones anteriores.

El comercio internacional se desaceleró en 2007 y se mantuvieron estancadas las negociaciones de la Ronda de Doha.

A pesar del continuado dinamismo de la actividad mundial, el comercio internacional experimentó una cierta desaceleración durante 2007, al crecer un 6,8% en volumen, 2,4 puntos porcentuales (pp) menos que en 2006. El crecimiento de las importaciones en las principales áreas desarrolladas se ralentizó (del 7,4% en 2006 al 4,2% en 2007), especialmente en Estados Unidos, pero las exportaciones de las economías emergentes, en su conjunto, mantuvieron un fuerte dinamismo, con un crecimiento del 8,9% (frente al 10,9% en 2006), aunque se desaceleraron ligeramente en todas las regiones. Por otra parte, las negociaciones de la Ronda de Doha siguieron estancadas durante 2007, lo que supone un factor desfavorable para las perspectivas del comercio mundial.

El fuerte crecimiento de los precios de las materias primas...

Los precios de las materias primas continuaron creciendo a ritmos elevados en 2007. A ello contribuyeron el dinamismo de la demanda de las economías emergentes, así como otros factores de oferta y financieros, sobre todo a partir de la segunda mitad de 2007 (véanse gráfico 3.2 y recuadro 3.1). El precio del petróleo tipo Brent cerró el año alrededor de los 90 dólares por barril, lo que supone un incremento del 50% con respecto a los niveles de cierre del año previo. Esta subida de los precios ha continuado en los primeros meses de 2008, alcanzando máximos históricos por encima de 120 dólares a principios de mayo, el doble que al inicio de 2007. La tendencia ascendente y la volatilidad del precio del crudo se explican también por la baja capacidad excedente de producción y refino, los reducidos niveles de existencias y otros motivos de tipo estacional, geopolítico y financiero. Los precios de algunas materias primas metálicas registraron también fuertes aumentos, especialmente el oro, aunque los de otros metales industriales, como el cobre —más ligados al ciclo económico—, mostraron

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

CUADRO 3.1

	2003	2004	2005	2006	2007
ESTADOS UNIDOS					
PIB	2,5	3,6	3,1	2,9	2,2
IPC (a)	2,3	2,7	3,4	3,2	2,8
Balanza cuenta corriente (% PIB)	-4,8	-5,5	-6,1	-6,2	-5,3
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-4,8	-4,4	-3,6	-2,6	-2,5
JAPÓN					
PIB	1,4	2,7	1,9	2,4	2,1
IPC (a)	-0,2	0,0	-0,3	0,2	0,1
Balanza cuenta corriente (% PIB)	3,2	3,7	3,7	3,9	4,8
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-8,0	-6,2	-5,0	-3,8	-3,4
REINO UNIDO					
PIB	2,8	3,3	1,8	2,9	3,0
IPC (a)	1,4	1,3	2,1	2,3	2,3
Balanza cuenta corriente (% PIB)	-1,3	-1,6	-2,5	-3,9	-4,2
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-3,3	-3,3	-3,5	-2,8	-2,9
CHINA					
PIB	10,0	10,1	10,4	11,6	11,9
IPC (a)	1,2	3,9	1,8	1,5	4,8
Balanza cuenta corriente (% PIB)	2,8	3,6	7,2	9,4	11,1
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-2,5	-1,5	-1,2	-1,0	0,7
AMÉRICA LATINA (b) (c)					
PIB	2,3	6,2	4,5	5,4	5,8
IPC (a)	10,7	6,0	6,3	5,2	5,2
Balanza cuenta corriente (% PIB)	1,0	1,3	1,7	1,8	0,7
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-2,0	-1,0	-1,0	-0,7	-0,5
NUEVOS MIEMBROS UE NO UEM (b) (d)	1,0	1,5	1,9	2,0	1,2
PIB	4,4	5,8	4,9	6,5	6,2
IPC (a)	3,8	5,3	3,6	3,2	4,1
Balanza cuenta corriente (% PIB)	-4,5	-6,1	-4,9	-6,5	-7,2
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-4,9	-3,8	-3,4	-3,3	-1,9
PRO MEMORIA: CRECIMIENTO DEL PIB					
Mundial	3,6	4,9	4,4	5,0	4,9
Zona del euro	0,8	2,1	1,6	2,8	2,6

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

a. Tasa de variación interanual del índice de precios promedio.
b. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
c. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
d. Letonia, Lituania, Estonia, República Checa, Hungría, Polonia, Eslovaquia, Chipre, Malta, Bulgaria y Rumanía.

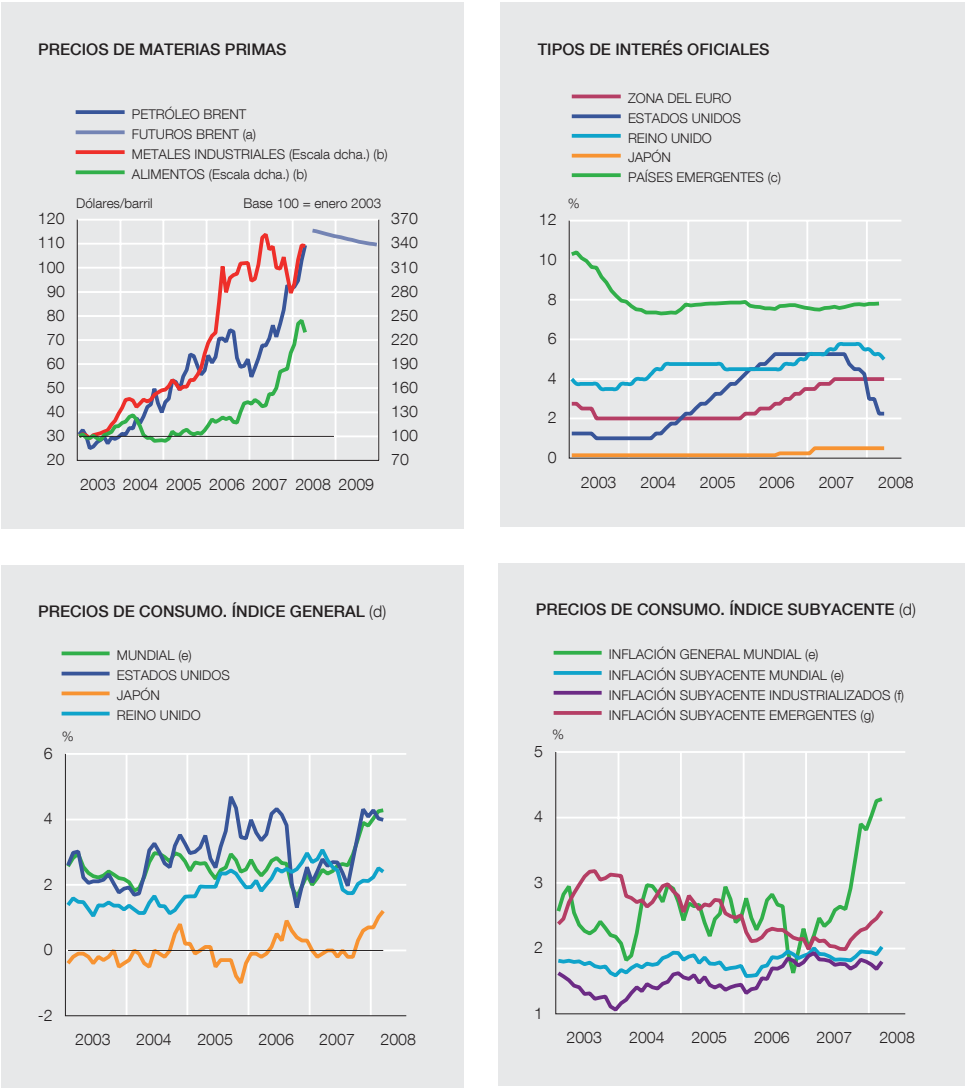
correcciones a la baja, manteniéndose, en cualquier caso, en niveles históricamente elevados. Por su parte, los precios de las materias primas agrícolas, que se analizan con detalle en el recuadro 3.1, se incrementaron notablemente, debido tanto a factores de demanda, algunos de ellos estructurales, como a limitaciones a la expansión de la oferta.

propició un incremento generalizado de las tasas de inflación a lo largo del año.

Las tasas de inflación experimentaron un incremento acusado y generalizado (véase gráfico 3.2), sobre todo a partir de la segunda mitad del año, con una contribución significativa por parte de las economías emergentes —y de China en particular—, en un contexto de presiones al alza procedentes de los precios de las materias primas y, concretamente, de los alimentos. En cambio, las tasas de inflación subyacente han permanecido relativamente estables en niveles moderados, y las expectativas de inflación continúan ancladas, aunque han repuntado al alza en los últimos meses, de modo notable en algún caso, como en Estados Unidos.

PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS, TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y PRECIOS DE CONSUMO

GRÁFICO 3.2



FUENTES: Datastream, Goldman Sachs y Banco de España.

a. Futuros del Brent de la semana del 21 al 25 de abril de 2008.
b. Índices de Goldman Sachs.
c. Agregado de 20 países emergentes.
d. Tasas de variación interanual.
e. Agregado calculado a partir de datos de 31 países que representan el 71% del PIB mundial.
f. Estados Unidos, Canadá, Japón, zona del euro, Reino Unido, Dinamarca, Noruega y Suecia.
g. Brasil, Chile, México, Polonia, Hungría, China, Corea, Tailandia y Sudáfrica.

El tono de las políticas monetarias se fue endureciendo en las economías avanzadas, pero las turbulencias financieras quebraron esta tendencia.

En este contexto, algunos bancos centrales en las economías desarrolladas endurecieron gradualmente el tono de sus políticas monetarias en la primera mitad del año, con la finalidad de retirar el sesgo acomodaticio que todavía conservaban (véase gráfico 3.2). Una excepción destacada fue Estados Unidos, donde el ciclo de retirada del estímulo monetario concluyó en 2006. En el caso de las economías emergentes, el comportamiento fue más diferenciado, pues en algunos países, como Brasil o Turquía, continuó el proceso de reducción de sus elevados tipos de interés.

El deterioro en el panorama económico y financiero derivado de las turbulencias tuvo en la segunda mitad del año un impacto acusado sobre las políticas monetarias de los principales países industrializados. Este cambio transcendió las decisiones sobre tipos de interés

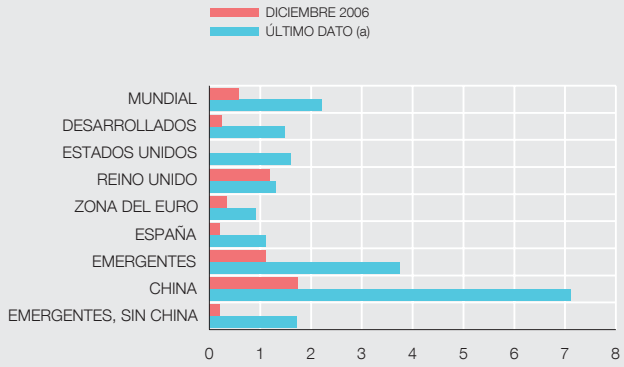
El repunte de la inflación a escala global durante 2007 se caracterizó por concentrarse en el índice general, mientras que la tasa de inflación subyacente —que excluye los alimentos y la energía— se mantuvo relativamente estable. Este patrón se reprodujo en la mayoría de países y regiones, de tal modo que el incremento de la brecha entre la inflación total y la subyacente fue generalizado, aunque particularmente acusado en algunos países, como China o Estados Unidos (véase gráfico 1).

La evolución del precio de las materias primas —que influye muy directamente sobre los componentes energéticos y alimenticios del IPC— está detrás de esta evolución y consolida el importante cambio en los precios relativos a escala global que se está produciendo en los últimos años. En 2007, a diferencia de ejercicios previos, el aumento del precio internacional de las materias primas estuvo liderado por la evolución del precio de los alimentos, aunque los precios de los componentes energéticos e industriales también han seguido aumentando (véase gráfico 3.2). El índice de precios internacionales de alimentos se ha incrementado un 18% en términos reales en 2007 y este aumento supone duplicar el promedio de las máximas subidas anuales de los últimos 25 años, si bien aún distan de sus máximos históricos en términos reales.

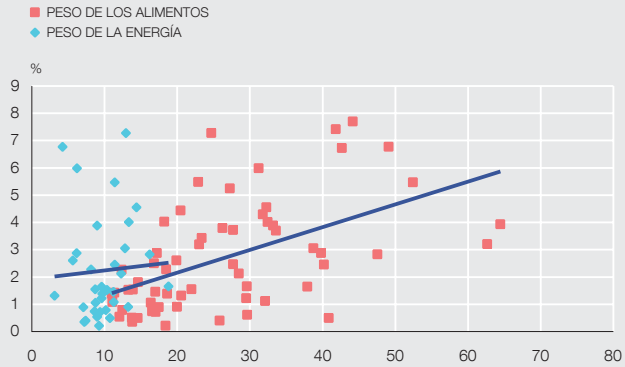
Un análisis de los factores que han contribuido al incremento de la inflación a escala global revela que los alimentos han tenido un papel fundamental. Para una muestra amplia de países, el peso de los alimentos en la cesta de consumo es una variable explicativa significativa del repunte de la inflación en el año 2007, mientras que en el caso de la energía la relación es positiva, pero no significativa (véase gráfico 2). Este resultado es, en general, robusto a otras consideraciones, como la tasa inicial de inflación —que tiende a ser mayor en países menos desarrollados y, por lo tanto, con mayor peso de los alimentos en su IPC—, y a pesar de que en muchas economías en vías de desarrollo los precios de los alimentos están sujetos a controles administrativos.

Dada la importancia de los precios de las materias primas alimenticias en el repunte de la inflación, es relevante considerar las perspec-

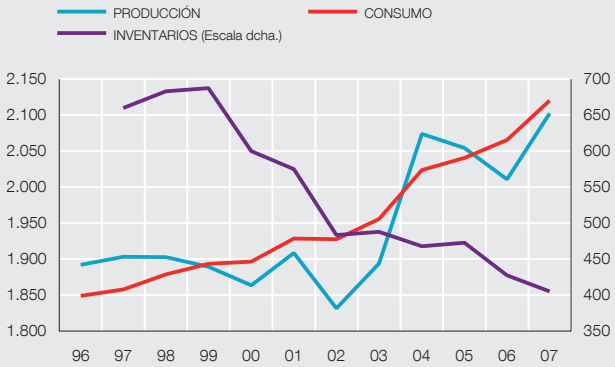
1 INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE. DIFERENCIAL



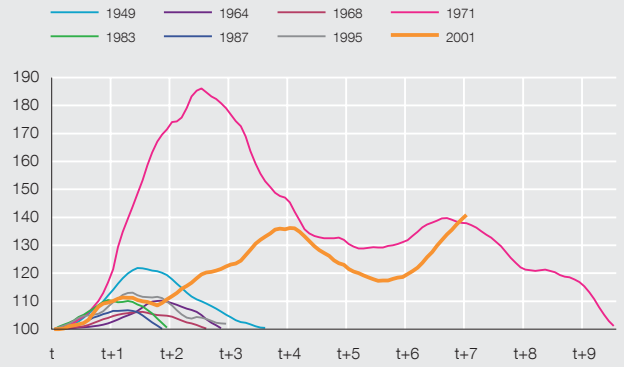
2 VARIACIÓN EN LA INFLACIÓN Y PESO DE LOS ALIMENTOS Y ENERGÍA EN EL IPC (Eje X) (b)



3 EVOLUCIÓN MUNDIAL DE PRODUCCIÓN, CONSUMO E INVENTARIOS DE CEREALES



4 CICLOS REALES DEL PRECIO DE LOS ALIMENTOS (c)



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

a. El último dato corresponde a marzo de 2008, salvo en el caso de los agregados «Mundial», «Industrializados», «Emergentes» y «Emergentes, excluyendo China», para los que corresponde a enero de 2008.
b. La variación de la inflación representa la diferencia entre la tasa interanual del IPC en el último mes de 2007 disponible y la tasa interanual del IPC en diciembre de 2006. La muestra incluye 66 países con datos sobre el peso de los alimentos y 35 con datos sobre el peso de la energía
c. El índice está deflactado por el IPC de Estados Unidos. Se toman como inicio de cada ciclo con valor 100 los mínimos de la serie del índice de precios de los alimentos en medias móviles anuales.

tivas sobre su evolución. Podría pensarse que, en un escenario de desaceleración global, tasas de incremento elevadas son improbables, pero es importante señalar que los precios de los alimentos han mostrado una correlación negativa con el PIB mundial en la última década, en contraste con la correlación positiva y cercana a un medio en el resto de materias primas, lo que aumenta el interés en esta cuestión.

Dentro de los alimentos, los productos que han contribuido en mayor medida al aumento de su precio han sido los cereales —trigo y maíz, principalmente— y la soja. Aunque la oferta de cereales, tras unos años de caída, ha crecido más que la demanda en el último ejercicio, la brecha entre ambas no se ha cerrado, lo que ha propiciado que el descenso de los inventarios se prolongue (gráfico 3). Detrás del incremento de la demanda de cereales se encuentra el desarrollo de países emergentes, como China y la India —con algo más de un tercio de la población mundial—, que ha dado lugar a una notable ampliación de sus clases medias, ha favorecido la migración del campo a la ciudad y ha tenido implicaciones sustanciales sobre la dieta alimenticia, orientada ahora hacia un mayor aporte de proteínas, lo que requiere un mayor consumo de cereales. Estos factores se podrían considerar como factores de carácter estructural, que entraron en juego antes de 2007 y de los que se espera que continúen ejerciendo presión al alza en la demanda.

Por lo que respecta a la producción de alimentos, es cierto que la oferta suele mostrar una alta elasticidad precio y reaccionar más rápidamente a la demanda que otras materias primas, como las energéticas, debido tanto a la rapidez de ajuste de los recursos cultivables como al incremento potencial de los rendimientos. Aunque la extensión de las tierras de cultivo de cereales se ha ampliado a máximos históricos, la oferta creció un 4,6% en 2007, una tasa elevada, pero insuficiente, dadas las presiones de demanda. A esta insuficiencia contribuyeron algunas perturbaciones por el lado de la oferta, como condiciones meteorológicas adversas (Australia) y políticas comerciales restrictivas por parte de los exportadores, como Argentina, Rusia o Ucrania, con el fin de asegurar el autoabastecimiento y el mantenimiento de precios internos. Si bien algunos de estos factores pueden ser transitorios, parece existir un cierto límite al margen de crecimiento en los rendimientos y en la extensión de los cultivos, lo que puede suponer que la elasticidad de la oferta a corto y medio plazo puede haberse reducido en alguna medida.

Otro factor importante que ha afectado notablemente al mercado de materias primas alimenticias ha sido la creciente demanda de biocarburantes, derivada de varios factores, como la tendencia al alza de los precios de los combustibles tradicionales y la creciente preocupación por el cambio climático, lo que también ha inducido la proliferación de subsidios para su desarrollo. La emergencia de los biocarburantes añade una notable presión sobre la demanda de maíz, caña de azúcar y aceites, y tiene un impacto sobre los precios relativos, tendiendo a reducir el atractivo —y, por tanto, el incremento potencial de la oferta— de otros productos básicos, como el trigo. El efecto de los biocombustibles sobre la demanda y la oferta de productos agrícolas a medio plazo es incierto y dependerá de las políticas asociadas a su desarrollo, del precio de la energía y de la innovación tecnológica en la industria, pero es un factor que puede también tener un efecto persistente en el mercado de materias primas alimenticias.

En este contexto, el desarrollo de sus mercados de futuros y el extraordinario incremento de las posiciones no comerciales puede haber desempeñado un papel importante en el alza en los precios de los alimentos, pues este tipo de posiciones tiende a incrementar la volatilidad de los precios y a intensificar transitoriamente las tendencias subyacentes, en este caso al alza. La debilidad del dólar[1] o la caída de los tipos de interés reales son otros factores de carácter financiero que pueden haber presionado al alza sobre los precios.

Aunque alguno de los factores que ha afectado a la oferta podría considerarse coyuntural y la capacidad de respuesta de la oferta de alimentos es notable, ha habido cambios estructurales importantes en estos mercados y un incremento potencial sustancial en su demanda. El carácter diferencial de este ciclo expansivo queda subrayado por su comparación con ciclos pasados (véase gráfico 4). El actual período de subidas de precios se prolonga durante siete años, cuando, en media, en los últimos 70 años estos ciclos alcistas han durado aproximadamente un trienio, lo que subraya las particularidades y la mayor persistencia del ciclo expansivo actual.

En definitiva, cabe esperar que el mayor nivel de precios de las materias primas alimenticias sea persistente, incluso si se produce una moderada desaceleración en el crecimiento global. La recomposición de inventarios y la proliferación de medidas de restricción a la exportación de alimentos básicos son factores adicionales que pueden prolongar la presión alcista sobre los precios de estos productos. Aunque es difícil que persistan tasas de crecimiento de los precios como las observadas recientemente, estas presiones constituyen un riesgo global al alza sobre la inflación.

1. Véase el *World Economic Outlook* del FMI (abril de 2008, recuadro 1.4). Entre los canales que se citan están el canal financiero y el incremento de la demanda a través del mayor poder adquisitivo que genera una depreciación del dólar en los países que no están ligados a él.

y afectó a los mecanismos de provisión de liquidez, como se detalla en la siguiente sección. La Reserva Federal inició en septiembre de 2007 un proceso de recortes del tipo de interés, que se intensificó en el primer trimestre de este año, en respuesta a los crecientes riesgos a la baja sobre el crecimiento. El tipo de interés oficial se ha reducido en 325 puntos básicos (pb), desde el 5,25%, vigente desde mediados de 2006, hasta el 2%. A este proceso de bajadas de tipos de interés se unió unos meses después el Reino Unido, con tres recortes de 25 pb, entre diciembre de 2007 y abril de este año, mientras que en Japón y en la zona del euro los tipos de interés oficiales se mantuvieron estables. Por el contrario, en otras economías desarrolladas, como Suecia o Australia, se produjeron incrementos del tipo de interés oficial en respuesta a las presiones inflacionistas. Cabe destacar también que, a diferencia de lo observado en otros episodios de inestabilidad financiera, en la mayor parte de las economías emergentes las turbulencias no han dominado el curso de sus políticas monetarias y estas han seguido, en general, una tendencia al endurecimiento, manteniendo así su orientación hacia la estabilidad de precios, ante las presiones inflacionistas crecientes.

Los saldos fiscales continuaron mejorando y en Estados Unidos la política fiscal reaccionó ante las perspectivas de desaceleración.

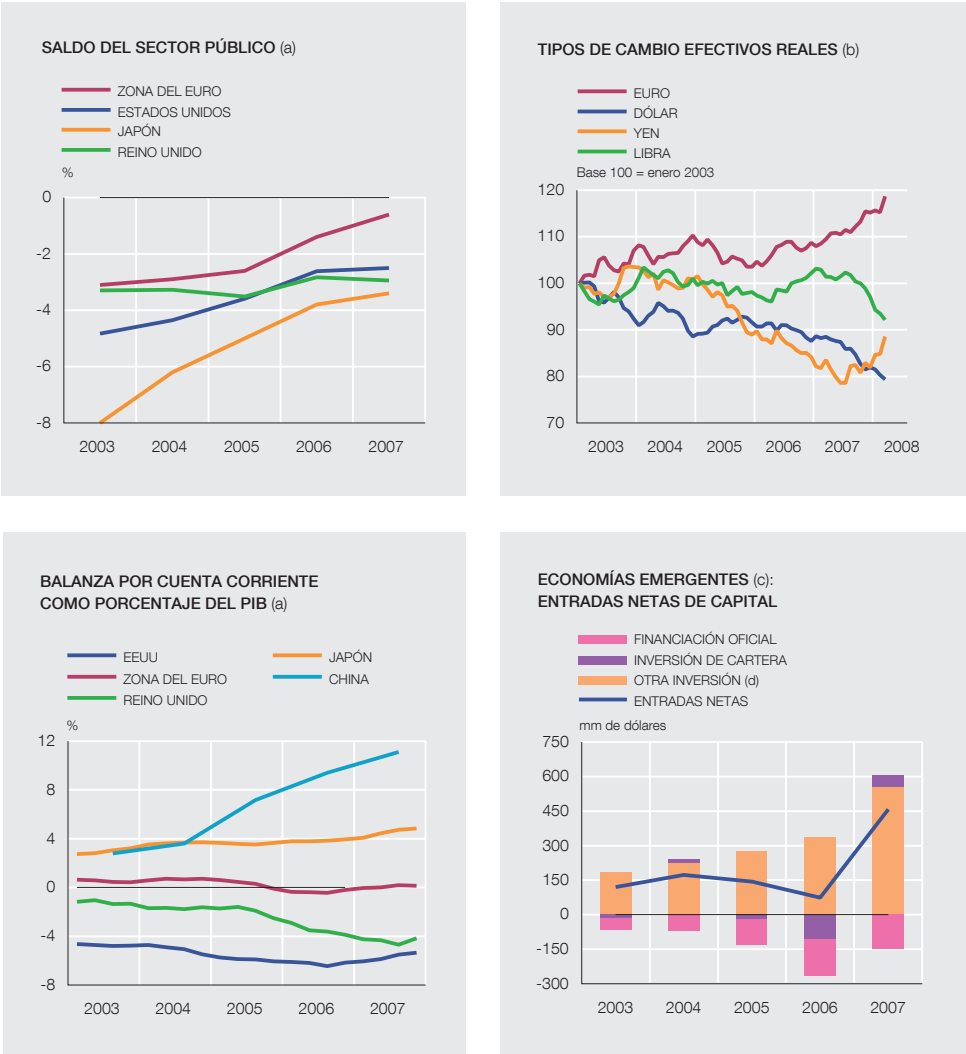
En el conjunto del año, se produjo una mejora generalizada de los saldos públicos, tanto en las principales economías industrializadas como en las emergentes (véanse gráficos 3.3 y 3.7). Esta mejora de las cuentas públicas vino determinada, como en años anteriores, por el fuerte aumento de la recaudación fiscal, más allá de lo que sería atribuible a la posición cíclica de las economías. El incremento aparente de la elasticidad de los ingresos fiscales respecto al PIB se reflejó en una mejora paralela del saldo estructural ajustado por el ciclo; así, en las economías desarrolladas el déficit estructural se redujo del 2,6% al 2,3% del PIB. No obstante, persiste la incertidumbre sobre el carácter permanente o transitorio del aumento de la recaudación y, en algunos casos, se observaron incrementos sustanciales del gasto público y rebajas impositivas. En este contexto, existen dudas sobre el margen de maniobra de las políticas fiscales para suavizar el impacto de la probable desaceleración económica sin poner en peligro la sostenibilidad de la posición fiscal a largo plazo, aunque hay diferencias notables entre países según su situación presupuestaria. El cambio en el panorama económico a partir del verano propició que las autoridades estadounidenses reaccionaran rápidamente a las expectativas de desaceleración, llevando a la aprobación de un paquete fiscal expansivo a principios de 2008, por un monto superior a un punto porcentual del PIB.

Las turbulencias aceleraron la depreciación del dólar frente a la mayoría de las divisas e invirtieron la tendencia a la depreciación del yen...

La evolución de los mercados cambiarios estuvo marcada, como la del resto de mercados financieros, por las turbulencias. La tendencia a la depreciación del dólar, que ya se observaba desde 2006, se acentuó en la segunda parte del ejercicio, de tal modo que el tipo de cambio efectivo real del dólar se depreció un 10% entre el inicio de 2007 y marzo de 2008 (véase gráfico 3.3). El euro alcanzó un máximo histórico (1,59 dólares por euro) frente a esta divisa en abril de 2008, apoyado en la inversión, bastante pronunciada, del diferencial de tipos de interés a corto plazo frente al dólar y en el deterioro más acusado de las expectativas de crecimiento en Estados Unidos. El yen, que había seguido una senda de depreciación en la primera parte del año, se apreció notablemente frente a ambas monedas desde el inicio de las turbulencias, al cerrarse cuantiosas posiciones de *carry-trade,* como reacción al incremento de la volatilidad en los mercados financieros. Por su parte, la libra esterlina, que había llegado a superar la paridad de dos dólares a mediados de 2007, se depreció sustancialmente a finales de ese año frente al resto de principales monedas. Las divisas de las economías emergentes (véase gráfico 3.7) tendieron a apreciarse frente al dólar —al hilo de las fuertes entradas de capitales que han seguido recibiendo—, con breves interrupciones en momentos de rebrote de la volatilidad financiera, aunque la apreciación en términos efectivos reales fue mucho más limitada, en particular en los países asiáticos. En cualquier caso, cabe destacar el aumento gradual en el ritmo de apreciación del renminbi chino, que alcanzó el 11,5%

TIPOS DE CAMBIO, SALDO PÚBLICO Y POR CUENTA CORRIENTE Y FLUJOS DE CAPITALES A EMERGENTES

GRÁFICO 3.3



FUENTES: Datastream, JP Morgan y Fondo Monetario Internacional (WEO).

a. (+) superávit, (–) déficit.
b. Elaborados con precios de consumo. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.
c. África, América Latina y Caribe, Europa Central y del Este, Confederación de Estados Independientes, Oriente Medio y Asia emergente.
d. Incluye IDE y préstamos bancarios.

frente al dólar entre principios de 2007 y abril de 2008, si bien en términos efectivos reales esa apreciación fue solo del 2,3%.

lo que favoreció la reducción del déficit por cuenta corriente en Estados Unidos, aunque se ampliaron los superávits de Japón y China.

La depreciación del tipo de cambio real del dólar y la recomposición de las demandas internas entre algunos países clave favorecieron una cierta corrección de los desequilibrios globales. La evolución de los saldos por cuenta corriente (véanse gráficos 3.3 y 3.7) tendió a replicar la de las balanzas comerciales. Así, en Estados Unidos el déficit por cuenta corriente se redujo del 6,2% al 5,3% del PIB, al tiempo que los superávits de algunas regiones —América Latina y los países exportadores de petróleo— se redujeron (en algunos casos, notablemente), como resultado no tanto de la evolución cambiaria como de la fortaleza de sus demandas internas. Sin embargo, en los casos de China y Japón los superávits por cuenta corriente se incrementaron, mientras que en el Reino Unido se amplió el déficit exterior notablemente.

Las entradas de flujos de capitales privados en las economías emergentes, así como las reservas internacionales, crecieron sustancialmente.

Las entradas de flujos de capitales privados en las economías emergentes alcanzaron un máximo histórico en 2007, superando los 600 mm de dólares, casi el triple del año anterior (véase gráfico 3.3). Las fuertes entradas de capitales han reforzado el dinamismo de estas economías durante los últimos años, pero también han contribuido, en muchos casos, a exacerbar las presiones inflacionistas. De hecho, se han generado considerables desafíos para la gestión de las políticas monetarias y cambiarias, sobre todo en aquellas economías emergentes que mantienen la rigidez de sus tipos de cambio. Las autoridades han reaccionado de forma diversa: algunas han optado por medidas que desincentivan las entradas de capital (Brasil y Colombia, por ejemplo) o por reducir las barreras a su salida (en Chile, Perú o China); en otros casos, como en algunos países asiáticos y de América Latina, se ha permitido una mayor flexibilidad cambiaria. Pero estas medidas no han impedido que las cuantiosas entradas de capitales propiciaran una intensa acumulación de reservas, de más de un billón de dólares en total (véase el gráfico 2 del recuadro 3.2.), principalmente en China y en los países exportadores de petróleo. Esta continuada acumulación de reservas indica que la apreciación de las divisas de estos países, cuando se ha producido, solo ha reflejado de un modo limitado la evolución de sus fundamentos económicos.

1.2 EL PUNTO DE INFLEXIÓN: LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS

Durante la primera parte de 2007 los mercados financieros mantuvieron las tendencias favorables de los años previos, aunque a finales de febrero se registró un efímero episodio de volatilidad, en parte relacionado con el crecimiento en la morosidad de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, y en el que ya se apuntaban, de modo muy soterrado, las dificultades que afloraron en la segunda mitad del año.

Durante la primera mitad del año, la evolución financiera siguió siendo favorable…

Como se observa en el gráfico 3.4, durante el primer semestre del año las bolsas mantuvieron la tendencia alcista, acumulándose ganancias en torno al 8% en los principales índices, al tiempo que las volatilidades se mantenían relativamente contenidas. Por su parte, los diferenciales de crédito de los bonos corporativos y de emisores emergentes se situaron en niveles reducidos, en algunos casos alcanzando mínimos históricos (300 pb para los bonos de alto riesgo en Estados Unidos, 75 pb para los de mejor calificación crediticia y 180 pb para los bonos soberanos de los países emergentes). Los tipos de interés a largo plazo registraron un moderado repunte, hasta alcanzar máximos de los últimos cuatro años. En Estados Unidos se situaron en el mes de junio por encima del 5% para vencimientos a diez años, lo que suponía un nivel más acorde con la situación cíclica de ese momento. El sostenimiento de la actividad y los altos niveles de utilización de la capacidad productiva llevaron incluso a sustentar expectativas al alza sobre la evolución de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos a finales del primer semestre.

pero el panorama cambió drásticamente, por razones ligadas al prolongado período previo de bonanza financiera.

El panorama cambió drástica y súbitamente durante el verano con los problemas financieros asociados al sector *subprime.* No obstante, las causas últimas de las turbulencias hay que buscarlas en el período previo de bonanza financiera, que se había prolongado durante cuatro años, y que se caracterizó por una amplia holgura en las condiciones de financiación, abundante liquidez, elevado apetito por el riesgo y volatilidad reducida. Este contexto favoreció una fuerte revalorización de los activos reales (vivienda) y financieros (bolsas y bonos), así como el extraordinario crecimiento en la emisión de productos financieros y derivados de crédito, con un creciente grado de sofisticación. Todo ello provocó cambios de calado en el negocio financiero, sobre los que conviene detenerse.

Durante los últimos años, prosperó un modelo de distribución de riesgos en los mercados financieros…

En los últimos años ha adquirido una importancia cada vez mayor el modelo bancario denominado «originar-para-distribuir», alternativo al modelo tradicional en el que la banca retiene los riesgos que origina en la concesión de créditos. En este nuevo modelo, las entidades de crédito conceden préstamos y los incorporan a títulos negociables —cuyo colateral es el

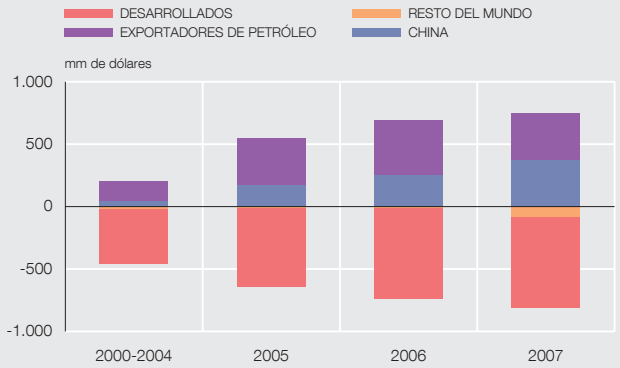
FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA

RECUADRO 3.2

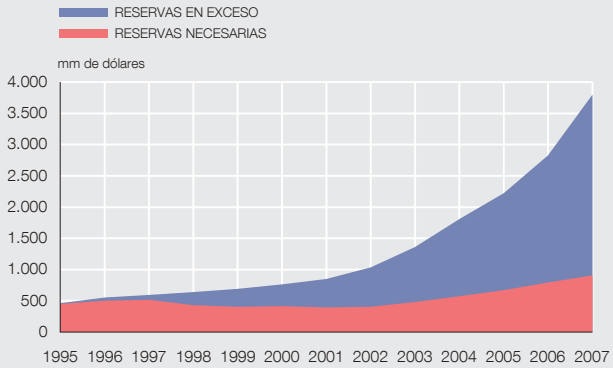
Uno de los rasgos más característicos de la economía internacional en los últimos años está siendo la financiación del conjunto de las economías industrializadas —Estados Unidos, de modo destacado— por parte de las economías en vías de desarrollo, y más concretamente China y los países exportadores de petróleo, tal como muestra el gráfico 1. En este contexto, los fondos de riqueza soberana de los países emergentes han venido adquiriendo un creciente protagonismo, sobre todo al hilo de la turbulencia financiera, cuando se han convertido en una de las escasas fuentes de liquidez financiera global.

Los fondos de riqueza soberana, de titularidad pública, gestionan activos del sector público distintos de las reservas internacionales. Bajo este término se engloban, entre otros, los fondos de estabilización fiscal, fondos de ahorro, fondos de inversión públicos o activos exteriores procedentes del banco central. La existencia de estos fon-

1 CAPACIDAD (+) Y NECESIDAD DE FINANCIACIÓN GLOBAL



2 RESERVAS INTERNACIONALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES (a)



3 PRINCIPALES FONDOS SOBERANOS DE RIQUEZA

PAIS	NOMBRE DEL FONDO	ACTIVOS ESTIMADOS	PORCENTAJE DEL PIB
Países exportadores de petróleo y materias primas		mm de dólares	%
Emiratos Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment Authority	500-875	265-465
Noruega	Government Pension Fund-Global	329	83
Arabia Saudita	Activos gestionados por la Saudi Arabia Monetary Agency	289	77
Kuwait	Kuwait Investment Authority	213	195
Rusia	Reserve Fund	125	11
	National Wellbeing Fund	32	2,5
Australia	Australian Future Fund	54	6
Qatar	Qatar Investment Authority	50	82
Libia	Libyan Investment Autority	50	84
Argelia	Reserve Fund/Revenue Regulation Fund	43	33
Alaska (EEUU)	Alaska Permanent Reserve Fund	40	0
Kazajistán	National Fund	21	20
Chile	Fondo de Estabilización Económica y Social	14	8,3
	Fondo de Reserva de Pensiones	1,5	0,9
Nigeria	Excess Crude Account	11	8
Botswana	Pula Fund	5	41
Azerbaiyán	State Oil Fund	3	9
Omán	State General Reserve Fund	2	5
Países asiáticos		mm de dólares	%
Singapur	Government Investment Corporation	100-330	66-220
	Temasek Holdings	108	72
Hong Kong	Investment Portfolio (HKMA)	100	49
China	Central Huijin Investment Company	67	2
Corea	Korea Investment Corporation	19	2
Malasia	Khazanah Nasional	18	10
TOTAL		≈ 2.200-2.800	

FUENTES: IIF, WEO y estadísticas nacionales.

a. Reservas en exceso = total de reservas – deuda externa a corto plazo.

dos no es nueva: en Noruega, en algunos países del Golfo o en Singapur se instauraron fondos de estabilización hace varias décadas y su objetivo principal ha sido invertir bajo criterios de rentabilidad a largo plazo —en muchos casos, con vistas a las generaciones futuras— los excedentes financieros corrientes y diversificar sus fuentes de recursos económicos. No obstante, su importancia en el panorama internacional se ha incrementado paulatinamente, como consecuencia del importante aumento en su número —ya más de treinta países cuentan con ellos— y en el volumen de activos que gestionan, así como por su elevada concentración en economías emergentes. En efecto, el volumen de los activos que manejan ha crecido de manera muy importante en los últimos años, estimándose entre dos y tres billones de dólares. Los activos que gestionan son todavía notablemente inferiores a los de las reservas internacionales (en torno a cinco billones de dólares), pero tienen un peso específico relevante en los mercados financieros internacionales (los activos gestionados por inversores institucionales en economías avanzadas estarían en torno a los 53 billones de dólares).

Los fondos de riqueza se concentran en dos tipos de países: economías exportadoras de petróleo —países del Golfo Pérsico (como los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait y Arabia Saudita), Rusia y Noruega— y, en menor medida, otras materias primas (Australia o Chile), y en los países que, sin ser ricos en recursos naturales, acumulan unas tenencias muy importantes de reservas; este grupo de países se localiza principalmente en el sureste asiático, como Singapur, Hong Kong o, más recientemente, China. El cuadro presenta los principales países que cuentan con fondos soberanos, su volumen estimado y el porcentaje del PIB que representan, en algunos casos superior al 100%.

Los elevados precios del petróleo y de otras materias primas han impulsado los ingresos fiscales del primer grupo de países, contribuyendo tanto a la aparición de nuevos fondos como al crecimiento de los previamente existentes. En el segundo grupo, la existencia de regímenes de tipos de cambio rígidos y la resistencia a la apreciación de sus divisas han propiciado un ingente incremento de reservas, muy superior al necesario para protegerse de las contingencias exteriores (véase el gráfico 2)[1]. La gestión tradicional de reservas internacionales se produce mediante la inversión en activos externos de alta liquidez y, por consiguiente, de rentabilidad relativamente reducida, y la necesidad continuada de esterilizar su crecimiento —para mantener el control de la oferta monetaria— presiona al alza el coste de los instrumentos de esterilización. Esta estrategia ha tendido a generar crecientes costes al banco central, por lo que los países implicados —de modo muy destacado, China el año pasado— han constituido fondos de riqueza soberana segregando parte de los activos de las reservas, con el objeto de lograr mayor rentabilidad de los recursos disponibles.

1. Véase E. Alberola y J. M. Serena, «Una evaluación de los límites a la acumulación de reservas en las economías emergentes», *Boletín Económico,* abril 2007, Banco de España.

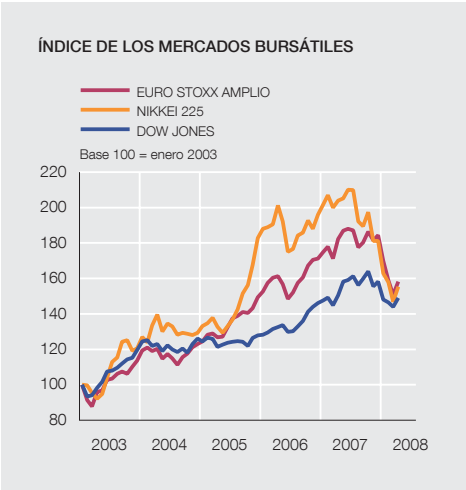
La información acerca de la gestión de los fondos de riqueza soberana es relativamente escasa y poco precisa. Una pequeña parte de los activos se invierte internamente, en moneda extranjera o nacional, pero el grueso de los activos de los fondos se invierte en el extranjero, bajo criterios de rentabilidad. Sus carteras de inversión poseen fracciones relevantes de activos de renta variable, renta fija de diversa calificación crediticia y, en general, otros activos arriesgados y, a veces, poco líquidos, así como una mayor diversificación por monedas y países que las reservas internacionales. Se ha considerado que la expansión de los fondos y la creciente segregación de parte de los activos de las reservas internacionales hacia fondos de riqueza soberana podrían tener importantes efectos sobre precios de activos internacionales, aunque su magnitud e, incluso, su signo resultan difíciles de dilucidar. Por otra parte, en determinados casos las inversiones de los fondos de riqueza soberana están encaminadas a conseguir el control sobre la empresa participada. En los últimos meses, las necesidades de capital de algunas entidades financieras occidentales en dificultades han sido cubiertas por fondos soberanos, contribuyendo así a mitigar el impacto financiero de las turbulencias. En concreto, los fondos de riqueza soberana aportaron, hasta el primer trimestre de 2008, más de 30 mm de dólares a la recapitalización de instituciones financieras de Estados Unidos (en torno a un 40% del total).

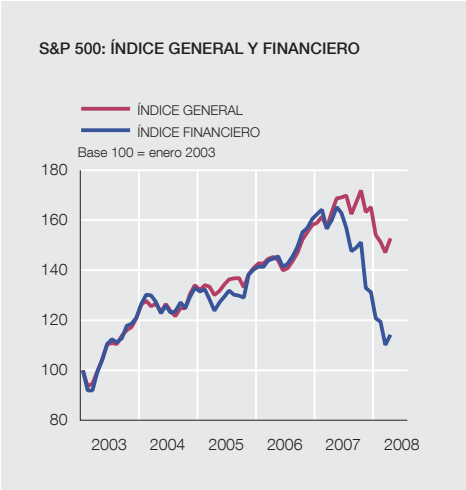
No obstante, las inversiones de los fondos soberanos enfrenta resistencias por parte de los países receptores, en particular en las economías desarrolladas, al implicar en algunos casos la traslación de derechos de decisión y control de empresas privadas y, a veces, en sectores estratégicos a entidades foráneas de carácter público o semipúblico. Las resistencias se derivan de la falta de transparencia y la insuficiencia de buenas prácticas de gobierno corporativo, en general, por parte de estas instituciones, y del limitado desarrollo institucional y de la economía de mercado en algunos de los países de origen. Esta situación ha promovido diversas iniciativas internacionales respecto a los fondos de riqueza soberana, como la instauración de un código de conducta, orientadas, sobre todo, a mejorar su transparencia y su diseño institucional.

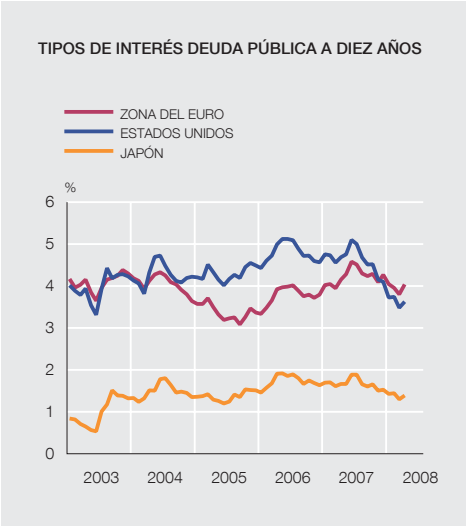
La persistencia de los elevados precios del petróleo y materias primas y la continuada tendencia al alza —aunque más moderada en los últimos tiempos— de las reservas internacionales en muchas economías emergentes hacen prever tanto la constitución de nuevos fondos como un aumento del volumen de los activos gestionados por los actualmente existentes. Por consiguiente, en los próximos años la importancia de los fondos de riqueza soberana irá en aumento y contribuirá a la mejora de las perspectivas de desarrollo futuro en los países promotores. Aunque los fondos soberanos se han convertido en proveedores de recursos fundamentales para equilibrar las necesidades financieras en los mercados globales, resulta conveniente crear las condiciones internas (gobierno corporativo de los fondos) y externas (vigilancia de los organismos internacionales) para asegurar que sus decisiones de inversión responden a razones estrictas de rentabilidad-riesgo.

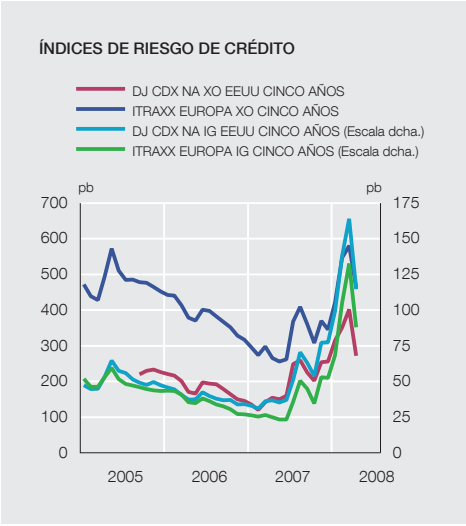
MERCADOS FINANCIEROS

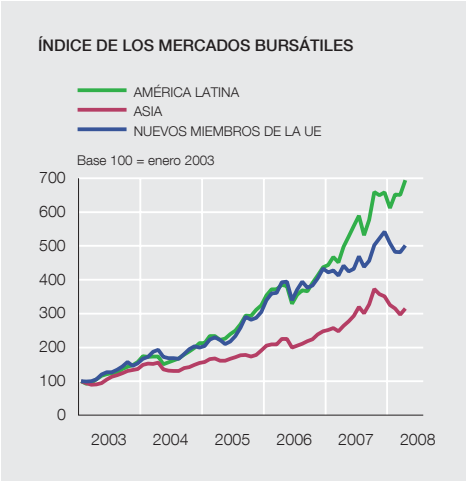
GRÁFICO 3.4

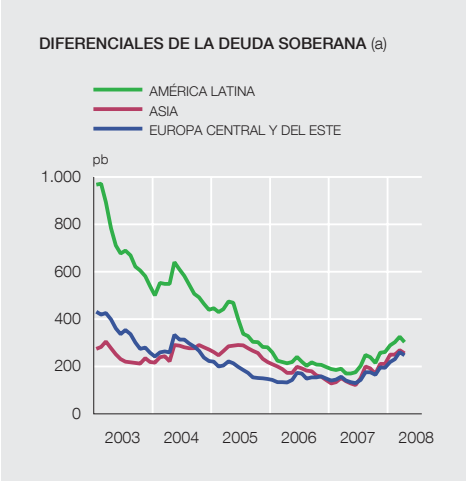












FUENTES: Datastream y Bloomberg.

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

préstamo—, que han alcanzado un elevado grado de complejidad, con el fin de colocarlos en los mercados financieros.

En Estados Unidos y en Europa —pero no en España—, los llamados vehículos especiales de inversión (en inglés, SIV y *conduits)* han desempeñado un papel central, tanto en la transferencia de riesgos desde la entidad originadora (la que concede los préstamos) al inversor final (bancos comerciales o de inversión, *hedge funds* e inversores institucionales) como en el modo en que los inversores finales adquieren exposición a tales riesgos. Los SIV son entidades legales que están ligadas a los bancos originadores o, en su caso, a los inversores finales por vínculos contractuales y/o reputacionales, e incorporan en su activo los préstamos o títulos con colateral de largo plazo, desplazando así el riesgo de crédito fuera del balance de las entidades, tanto originadoras como inversoras. Para financiarse, emiten papel comercial u obligaciones, por lo general a corto plazo —ABCP y MBS, respectivamente, por sus siglas en inglés—, con la garantía de dichos activos o hipotecas; además, en ocasiones han contado con líneas contingentes de crédito con las entidades a las que estaban vinculados. La utilización de estos vehículos ha contribuido a generar la percepción —que, a la postre, se ha revelado errónea— de que los riesgos no los asumían las entidades.

que potenció el acelerador financiero, pero también dificultó el seguimiento de los riesgos y diluyó los incentivos para su gestión prudente.

Este mecanismo para la distribución y la inversión en activos arriesgados, muchas veces complementado con productos derivados de crédito muy sofisticados, hace que la valoración, el seguimiento y la localización de los riesgos resulten extremadamente complicados. Por un lado, el vínculo entre quien origina el riesgo y quien lo detenta se diluye y se hace opaco, lo que desincentiva un seguimiento adecuado y una gestión prudente del riesgo. Por otro lado, la valoración de muchos de estos instrumentos complejos descansa en la calificación crediticia otorgada por casas de *rating,* basada en supuestos que a posteriori han resultado inadecuados. Así, *ratings* excesivamente optimistas sustentaron la percepción de que eran instrumentos seguros, propiciando su amplia propagación incluso entre inversores institucionales de perfil conservador. Todas estas características, junto con la intensa competencia en el sistema financiero, la búsqueda de rentabilidad y la obtención de crecientes comisiones en el proceso de distribución del riesgo, favorecieron el crecimiento de estos instrumentos, la relajación de la diligencia debida por los inversores y, en definitiva, la expansión del modelo de «originar-para-distribuir» hasta límites desproporcionados.

En definitiva, la capacidad de apalancamiento de las instituciones financieras se multiplicó, permitiendo una fuerte expansión del crédito y potenciando la generación de liquidez en el sistema y el acelerador financiero. Sin embargo, también se incrementaron los incentivos para comportamientos poco prudentes y para una valoración y seguimiento inadecuados de los riesgos que se estaban generando, sin que reguladores y supervisores respondieran con la suficiente celeridad.

Todas las debilidades de este modelo cristalizaron en el mercado *subprime* estadounidense, desencadenante, a la postre, de la turbulencia.

El mercado hipotecario estadounidense, y en particular el segmento de mayor riesgo *(subprime),* ha sido donde este proceso ha alcanzado mayor importancia y notoriedad. El 60% de los créditos hipotecarios en Estados Unidos estaba titulizado en 2006, frente a un 10% en el área del euro, y el mercado *subprime* creció de forma espectacular en los últimos años, hasta suponer en 2006 un porcentaje superior al 20% del volumen de nuevas hipotecas concedidas (frente a un 8,5% en 2003). Estas magnitudes resultaban poco compatibles con unos criterios prudentes de concesión de créditos, y solo resultaron posibles en un contexto de incrementos continuados en el precio de la vivienda y de fuerte creación de empleo. Sin embargo, la corrección del sector inmobiliario en Estados Unidos desde el inicio de 2006, profundizada en 2007 con caídas de los precios de la vivienda, provocó un incremento sustancial y continuado en las tasas de morosidad de las hipotecas *subprime*

(véase el recuadro 1.2). No obstante, solo la imbricación de este segmento de mercado, de magnitud relativamente reducida en el contexto global (menos del 4% del endeudamiento del sector no financiero en Estados Unidos), con un amplio espectro de instrumentos financieros complejos y con la fuerte exposición del sistema bancario a tales instrumentos puede explicar que la crisis *subprime* se convirtiera en el desencadenante de una turbulencia financiera global.

En julio se materializaron las turbulencias, en un contexto de pérdida de confianza e incertidumbre respecto a los instrumentos financieros estructurados.

Así, la materialización de un nuevo episodio de volatilidad con epicentro en las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, en el mes de julio, quebró definitivamente la dinámica favorable previa. La pérdida de confianza en los instrumentos financieros estructurados asociados a estas hipotecas —ABCP, MBS, etc.— provocó una reducción drástica en su demanda, entorpeciendo la refinanciación de muchas deudas apoyadas en ellos, generando una súbita escasez de liquidez en los mercados de crédito y un fuerte incremento de las primas de riesgo de crédito (véase gráfico 3.4.). Algunas instituciones financieras dejaron de suscribir estos productos estructurados y, posteriormente, debido a lo incierto de su exposición financiera, limitaron el crédito a otros clientes y entidades. Además, se vieron obligadas por razones legales o reputacionales a activar las líneas de crédito con los SIV y *conduits*, o a incorporar los activos de estos a sus balances, lo que conllevó el reconocimiento de fuertes pérdidas, potenciales o efectivas.

La liquidez se secó en los mercados interbancarios, lo que indujo una rápida reacción de los bancos centrales…

La creciente incertidumbre y las mayores necesidades de liquidez (inmediatas o potenciales) que enfrentaron los bancos indujo a estos a atesorar dinero, y los mercados interbancarios y monetarios se secaron, abriéndose un notable diferencial de plazo, y entre los tipos de interés a los que se prestan las entidades sin colateral (tipos *depo)* y los de los préstamos con colateral (tipos *repo).* En primera instancia, los principales bancos centrales reaccionaron suministrando liquidez en los mercados interbancarios —en ocasiones, de forma coordinada— y se verificó un cambio notable en las perspectivas de política monetaria, principalmente en Estados Unidos, donde se inició un ciclo bajista de tipos de interés. La Reserva Federal y el Banco de Inglaterra crearon nuevas líneas de suministro de liquidez —a diferencia del Eurosistema, donde las inyecciones de liquidez pudieron acomodarse en el marco de instrumentación establecido—. A través de estas líneas se facilitaba el acceso de las entidades a los recursos y se ampliaba el plazo de vencimiento, los títulos que podían usarse como colateral en las operaciones de financiación y el tipo de entidades con acceso a los mercados. Además, se instauraron líneas de *swaps* de divisas entre los principales bancos centrales, con objeto de facilitar la obtención de divisas por parte de los bancos.

que no fue suficiente para restablecer la confianza.

A pesar de estas medidas, el deterioro de la situación financiera y la incertidumbre se siguieron filtrando al sistema financiero global y empezaron a hacer mella en los indicadores adelantados del sector real. En el ámbito financiero, tras un cierto período de calma, las turbulencias se reavivaron a partir de noviembre ante la creciente preocupación por la solidez financiera de las entidades. La publicación de pérdidas de instituciones financieras y las dificultades identificadas en nuevos segmentos de mercado, como las aseguradoras de bonos, se conjugaron con un acelerado deterioro de las perspectivas de crecimiento económico (más acusado en Estados Unidos). Este deterioro estuvo causado, en gran medida, por la percepción de endurecimiento en las condiciones de financiación de empresas y hogares, reflejando la retroalimentación entre factores financieros y reales en la evolución y consolidación de la turbulencia. En este contexto, la Reserva Federal aceleró el proceso de relajación monetaria, reduciendo los tipos oficiales en 125 pb en el plazo de apenas una semana, en enero, y en 100 pb adicionales en marzo y abril, hasta el 2%, al tiempo que reducía, en varias etapas, el diferencial entre el objetivo de los fondos federales y la tasa de descuento, hasta los 25 pb.

Los indicadores financieros se deterioraron en la segunda parte del año y las dificultades financieras se filtraron a las variables reales.

La evolución de los mercados financieros a partir de julio de 2007 ha estado, obviamente, muy condicionada por la marcha de las turbulencias mencionada anteriormente, y su impacto se ha trasladado, paulatinamente y con distinto grado de intensidad, al resto de segmentos, tal y como se evidencia en el gráfico 3.4. Así, los diferenciales de bonos corporativos de baja calificación crediticia se duplicaron en Estados Unidos; los diferenciales soberanos de los países emergentes experimentaron un repunte notable, pero relativamente moderado, si se tiene en cuenta la vulnerabilidad secular de estos mercados; las bolsas mantuvieron una cierta resistencia a las turbulencias hasta final de año —limitándose el impacto a los sectores más expuestos (inmobiliario y financiero)—, pero sufrieron una importante corrección a inicios de 2008, sobre todo una vez que se revisaron fuertemente a la baja las expectativas de crecimiento. Por su parte, el menor apetito por el riesgo se tradujo en una huida hacia activos refugio, como la deuda pública, y en una notable reducción de los tipos a largo plazo en Estados Unidos y en otros países, truncando su tendencia previa al alza.

Las graves turbulencias financieras, que persisten, pueden servir para reconducir los desequilibrios acumulados en el período previo…

La persistencia de las turbulencias y el estancamiento de la actividad en amplios segmentos del mercado pueden justificarse, por un lado, por la prolongación de la incertidumbre asociada a los riesgos de los nuevos instrumentos financieros y la exposición efectiva de las entidades a los mismos y, por otro lado, por el continuado deterioro del mercado inmobiliario en Estados Unidos y la progresiva extensión de las dificultades a segmentos financieros cada vez más amplios y alejados del foco *subprime.*

Desde una perspectiva más amplia, puede considerase que la turbulencia no solo pone fin a una fase financiera muy favorable, sino que es una consecuencia directa de ese período, en el que las condiciones de financiación han sido extraordinariamente holgadas, en un contexto de políticas monetarias relativamente acomodaticias, a pesar de su endurecimiento. La percepción de que las primas de riesgo no reflejaban los fundamentos o la facilidad con la que se captaba liquidez eran indicios de una situación que podría requerir una corrección más o menos intensa, que ya se apuntaba en los últimos años. En este sentido, la turbulencia puede contribuir a corregir los excesos acumulados en la fase anterior, propiciando una reacomodación del sistema financiero global que lo haga más estable en el futuro. También puede servir de orientación para futuras iniciativas regulatorias y de implementación de la política monetaria, que deberían ser en todo caso coherentes con el necesario desarrollo de nuevos productos y servicios financieros. Solo de este modo, estos procesos de innovación financiera pueden maximizar su impacto positivo, llevando, a la larga, a una profundización de los mercados y a una mejor asignación de los recursos financieros a escala global.

pero también van a tener consecuencias en la economía real, por lo que constituyen un factor fundamental para evaluar las perspectivas económicas.

En cualquier caso, este ajuste está teniendo consecuencias sustanciales sobre el sistema financiero y, de modo cada vez más evidente, para el sector real, por lo que constituye un factor de preocupación y un elemento fundamental para valorar las perspectivas económicas globales, que se evalúan a continuación.

1.3 PERSPECTIVAS Y FACTORES DE RIESGO

El escenario central incorpora una clara desaceleración de la economía mundial, más acusada en las economías avanzadas que en las emergentes.

Las perspectivas económicas para 2008 predicen una desaceleración generalizada, más intensa en las principales economías desarrolladas que en las economías emergentes, que seguirán registrando ritmos de crecimiento relativamente elevados, lideradas por China. Las previsiones disponibles sitúan el crecimiento de la economía mundial por debajo del 4% en 2008, más de un punto porcentual inferior al de 2007.

Los riesgos sobre la previsión de crecimiento siguen estando sesgados a la baja.

Este escenario de desaceleración global incorpora únicamente el deterioro ya experimentado por las condiciones financieras globales; por ello, dada la persistencia de la turbulencia financiera, el mayor riesgo de incumplimiento lo constituye la posibilidad de que se produzca una contracción acusada, prolongada y generalizada del crédito. Hay, además, otros factores de riesgo importantes sobre las perspectivas, que se derivan, en parte, de la turbulencia financiera y podrían interactuar con ella. En primer lugar, la evolución económica en Estados Unidos podría ser mucho más negativa de lo anticipado, especialmente si el ajuste en el sector inmobiliario es más intenso de lo previsto, y podría tener un mayor efecto sobre el resto del mundo; en segundo lugar, cabe mencionar la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios globales; y, por último, la persistencia de las presiones inflacionistas constituye otro riesgo, sobre todo en la medida en que se puedan consolidar unas mayores expectativas de inflación y limitar el margen de actuación de las políticas monetarias.

El riesgo más importante es el de una restricción generalizada del crédito...

Una restricción severa y generalizada del crédito —en términos geográficos y sectoriales— es un evento que no puede descartarse, y sus repercusiones sobre la actividad global serían de gran magnitud, especialmente si se ven afectados los dos canales principales de obtención de financiación, el bancario y los mercados de capitales. Este riesgo se incrementa con la prolongación de las tensiones en los mercados financieros y del estado de desconfianza.

que se podría conjugar con el riesgo de una desaceleración mayor que la esperada en Estados Unidos.

Las perspectivas de la economía estadounidense —y, en particular, su entrada en una fase de recesión o retroceso de la actividad— están íntimamente relacionadas con la persistencia del ajuste en el sector inmobiliario y su interrelación con el desarrollo de las turbulencias financieras. En los últimos meses, el ajuste del sector inmobiliario se ha intensificado, sin que se aprecie claramente el final de este proceso, y los soportes de la actividad real, como el mercado laboral, se han debilitado de modo acusado. En esta coyuntura, las perspectivas sobre la actividad en Estados Unidos están rodeadas de una elevada incertidumbre y las probabilidades de que se produzca un ajuste real más importante de lo esperado no son desdeñables.

La capacidad de resistencia del resto de economías también constituye un factor de incertidumbre.

Los elementos de riesgo sobre la economía de Estados Unidos hacen más incierta la resistencia de otras economías, desarrolladas y emergentes. A los efectos directos a través del canal comercial —que, posiblemente, sean ahora menos intensos, en comparación con épocas anteriores, debido al creciente peso relativo de otras áreas en el comercio—, se podrían añadir otros mucho más preocupantes, por el lado financiero o de la confianza de los agentes. La mayor parte de economías desarrolladas ya ha experimentado efectos negativos relevantes a través de estos dos canales, que aún tienen margen de recorrido. Sin embargo, un aspecto que puede ser especialmente importante para el sostenimiento de la economía global es la capacidad de resistencia de las economías emergentes, que hasta la fecha se han mostrado relativamente poco afectadas por los acontecimientos en las economías desarrolladas, sobre todo en comparación con episodios pasados. Varios factores han podido contribuir a esta evolución positiva de las economías emergentes, como la mejora de sus fundamentos económicos y financieros (en parte, derivados del favorable contexto exterior de los últimos años), la creciente fortaleza de su demanda interna, el incremento de los términos de intercambio en los países exportadores de materias primas y la mayor diversificación comercial. Sin embargo, en un escenario de desaceleración más intensa de las economías avanzadas y de mantenimiento de tensiones en los mercados financieros, es difícil que las economías emergentes no resulten sustancialmente afectadas, tanto desde el punto de vista de la actividad como de los costes de financiación, especialmente en aquellas regiones —como Europa del Este— que dependen de cuantiosas entradas de capitales para mantener su dinamismo.

Pese a la incipiente corrección de los desequilibrios globales, la financiación del déficit de Estados Unidos puede resultar más difícil.

En cuanto a los desequilibrios globales, se está produciendo una cierta corrección de los mismos. A pesar de ello, la financiación del déficit exterior de Estados Unidos podría complicarse si los inversores extranjeros terminan por requerir mayores rentabilidades a los activos denominados en dólares, lo que podría desencadenar un ajuste desordenado en los mercados financieros. Este proceso podría verse intensificado si algunos países que han invertido masivamente sus reservas internacionales en activos denominados en dólares, con reducidas rentabilidades, tendieran a diversificar sus inversiones hacia otras monedas —por ejemplo, a través de fondos de riqueza soberana (véase el recuadro 3.2)— o si desligaran sus monedas del dólar.

Los precios del petróleo constituyen otro factor importante en las perspectivas, en un contexto de desaceleración económica…

Otro riesgo que persiste sobre el panorama económico mundial es la evolución del precio del petróleo y, en general, de las materias primas. Los precios del crudo podrían moderarse —aunque manteniendo niveles elevados— si la demanda global se desacelera más de lo previsto. No obstante, es probable que persista una elevada volatilidad, propiciada por la estrecha capacidad excedente de producción y refino, por factores financieros o por posibles distorsiones de oferta. En un contexto de intensa expansión económica, los incrementos en el precio del petróleo que se han producido desde el año 2003 no han hecho mella aparente sobre la actividad global, pero es posible que un escenario de desaceleración más acusada pudiera amplificar el impacto, dados su efecto negativo sobre la confianza del consumidor y las expectativas de inflación. Respecto a los precios de las materias primas agrícolas, aunque hay elementos estructurales detrás de su fuerte incremento, no se espera que continúen aumentando a las tasas previas (véase el recuadro 3.1).

y presiones inflacionistas, pudiendo complicar la gestión de las autoridades monetarias.

Los riesgos sobre la inflación están sesgados al alza en el corto plazo, como consecuencia del aumento de los precios de las materias primas y, en algunos casos, sobre todo en economías emergentes, de las presiones de demanda sobre la capacidad productiva. No obstante, se prevé una moderación de la tasa de inflación en la segunda mitad de 2008, a medida que el ritmo interanual de crecimiento de los precios de las materias primas se reduzca. En este contexto, el anclaje de las expectativas de inflación resulta clave. No cabe descartar que en algunos países desarrollados y —con mayor intensidad, si cabe— en algunas economías emergentes se pueda producir una combinación de debilitamiento de la actividad, mantenimiento de las presiones inflacionistas y repunte de las expectativas de inflación. Este panorama puede generar dilemas de política monetaria y limitar la capacidad de actuación de los bancos centrales, sobre todo en aquellas economías emergentes que mantienen regímenes de tipo de cambio rígidos y registran fuertes entradas de capitales.

En todo caso, la economía mundial dispone de algunos elementos de resistencia importantes.

A pesar de todo ello, pueden identificarse algunos factores de resistencia que respaldarían la capacidad de la economía global para acomodar estas turbulencias y favorecer una recuperación la actividad global más rápida que en episodios similares en el pasado. Por un lado, hay elementos favorables que pueden limitar los efectos de las turbulencias financieras sobre el sector real. En este sentido, hay que mencionar la situación económica de partida, caracterizada por un prolongado período de crecimiento robusto y generalizado a escala global, una inflación relativamente contenida en los últimos años y el estado saneado de los balances de las empresas. También el dinamismo y el mayor peso de las economías emergentes, en muchos casos con una posición exterior holgada, pueden ejercer un contrapeso significativo ante la desaceleración. Por otra parte, la globalización —y las presiones competitivas mundiales que ha fomentado— ha hecho más flexible el comportamiento de las economías, aumentando su capacidad para hacer frente a perturbaciones negativas, con menores costes en términos de actividad o empleo. Finalmente, el proceso de globalización también ha hecho a la economía global más flexible y eficiente, dotándola de una mayor capacidad de reacción ante situaciones desfavorables.

2 *Estados Unidos*

El PIB de Estados Unidos registró una desaceleración en 2007, lastrado por el ajuste del mercado inmobiliario.

En Estados Unidos, el PIB se desaceleró en 2007, hasta registrar el menor crecimiento de los últimos cinco años (un 2,2%, frente al 2,9% de 2006). No obstante, a pesar de la fase avanzada del ciclo económico en la que se encontraba esta economía al inicio del año, la actividad mostró un notable dinamismo durante buena parte del mismo. El elemento más destacado siguió siendo el profundo ajuste del mercado inmobiliario, que se intensificó más allá de lo esperado, de forma que la inversión residencial detrajo un punto porcentual al crecimiento del PIB en el conjunto de 2007. En contraste, el consumo privado mantuvo una fortaleza mayor que la prevista, sostenido principalmente por el buen comportamiento del empleo, y a pesar del efecto negativo sobre la riqueza de los hogares, derivado del ajuste en el mercado de la vivienda (véanse gráfico 3.5 y recuadro 1.1). Solo en los meses finales del año se produjo un deterioro de los indicadores de consumo privado, ante la debilidad creciente del mercado laboral —la tasa de paro repuntó del 4,4% en marzo de 2007 al 5,1% doce meses después—, la caída de la confianza, como resultado de las turbulencias financieras, y la merma de poder adquisitivo ocasionada por el aumento de los precios de consumo. También la inversión empresarial mostró un comportamiento favorable hasta el último trimestre, cuando se produjeron algunas señales de ralentización. El saldo exterior mejoró a lo largo del año, y la demanda exterior neta contribuyó positivamente al crecimiento del PIB por primera vez desde 1995, debido, sobre todo, a la fuerte ralentización de las importaciones. En el mismo sentido, el déficit por cuenta corriente se moderó en 2007, pasando del 6,2% del PIB en 2006 al 5,3%.

Se produjo un repunte de la inflación en la segunda mitad del año...

En cuanto a los precios, la inflación se mantuvo moderada durante la mayor parte de 2007, registrando un promedio del 2,8%, frente al 3,2% de 2006, si bien el incremento de los precios de alimentos y de la energía causó un repunte importante de la inflación general hacia final del año pasado e inicios de este, alcanzando un 4% en marzo. La inflación subyacente se ha mantenido contenida, aunque recientemente ha tendido a repuntar por encima del 2%.

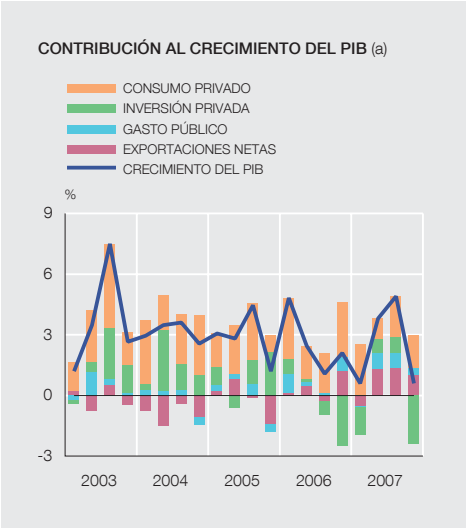
aunque las políticas económicas se han orientado cada vez más a contrarrestar las turbulencias financieras y los riesgos sobre el crecimiento económico.

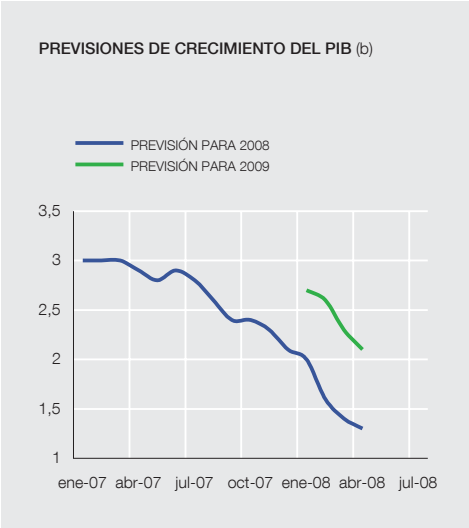
La Reserva Federal mantuvo los tipos de interés oficiales fijos en la primera parte de 2007. A raíz de las turbulencias financieras y del impacto de las mismas sobre la economía del país, cambió el tono de su política monetaria e introdujo reducciones sucesivas de los tipos de interés, que han totalizado 325 pb, desde el 5,25% inicial hasta el 2% en abril de este año. Además, la Reserva Federal ha aplicado secuencialmente una batería de medidas para dotar de liquidez al sistema (véase el apartado 1.2). A principios de 2008 se aprobó un paquete temporal de estímulo fiscal, por valor de 168 mm de dólares (alrededor de un 1,2% del PIB), para ayudar a sobrellevar la desaceleración económica, que, unido al menor ritmo de actividad, hace previsible un aumento importante del déficit público en 2008, tras situarse en el 2,5% del PIB en 2007.

En cualquier caso, el panorama económico para 2008 ha empeorado sustancialmente.

Las previsiones de crecimiento para 2008 se han recortado drásticamente desde el inicio de la turbulencia (véase gráfico 3.5), y al cierre de este Informe se esperaba un crecimiento inferior al 1% en 2008. Esta tasa anual implica un perfil de notable debilidad en la primera mitad del año, cuando la actividad podría incluso contraerse, y de cierta recuperación a partir del tercer trimestre, como consecuencia, sobre todo, de los efectos de las medidas de política económica adoptadas. La debilidad esperada se fundamenta en el endurecimiento de las condiciones de financiación y en la profundización adicional de la corrección del sector inmobiliario. La consiguiente reducción de la riqueza de los hogares, ante la caída de precio de los activos, y el debilitamiento del mercado laboral ejercerían una presión a la baja importante sobre el consumo privado. Con todo, los principales riesgos sobre este escenario siguen inclinados a la baja, ante la posibilidad de que se produzca una mayor restricción del crédito, de que la profundización del ajuste del sector residencial y el deterioro del mercado laboral sean más marcados o de que la inversión empresarial pueda también verse afectada. En cuanto a la inflación, aunque persisten riesgos al alza en el corto plazo, se espera que se modere en

ESTADOS UNIDOS. INDICADORES DEL SECTOR REAL GRÁFICO 3.5





FUENTES: Datastream, Reserva Federal y Consensus Economics.

a. Aportaciones al crecimiento trimestral anualizado del PIB.
b. Previsiones de Consensus Economics. En el eje horizontal se recoge la fecha de realización de las previsiones.

consonancia con la desaceleración económica, si bien el reciente repunte de las expectativas de inflación suscita preocupación.

3 Reino Unido

La economía del Reino Unido mantuvo un fuerte dinamismo, aunque también se vio afectada por las turbulencias financieras.

En el Reino Unido, el PIB creció en 2007 un 3%, frente al 2,9% del año anterior, gracias al empuje de la demanda interna, mientras que la contribución de la demanda exterior neta se fue haciendo más negativa (véase gráfico 3.6), lo que vino asociado a un rápido deterioro del déficit por cuenta corriente, que pasó del 3,9% al 4,2% del PIB. No obstante, hacia finales de año el crecimiento económico se moderó, debido, en parte, a los efectos de las turbulencias financieras sobre los mercados de crédito hipotecario y de la vivienda, que comenzaron a dar muestras de un ajuste más brusco del esperado. Un episodio particularmente significativo fue la suspensión de pagos de un importante banco especializado en hipotecas (Northern Rock), que obligó a la intervención del Banco de Inglaterra —que hasta entonces se había mostrado cauto en su apoyo al sistema financiero— y que culminó con la nacionalización del banco por parte del gobierno británico.

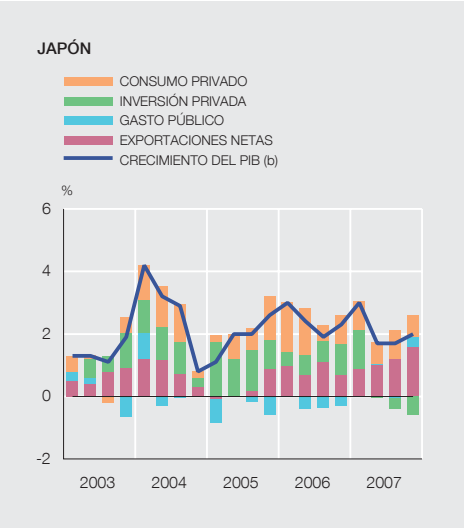
La inflación se moderó a lo largo del año y el Banco de Inglaterra, que había elevado el tipo de interés oficial en la primera parte del año, lo redujo ante los efectos de las turbulencias financieras.

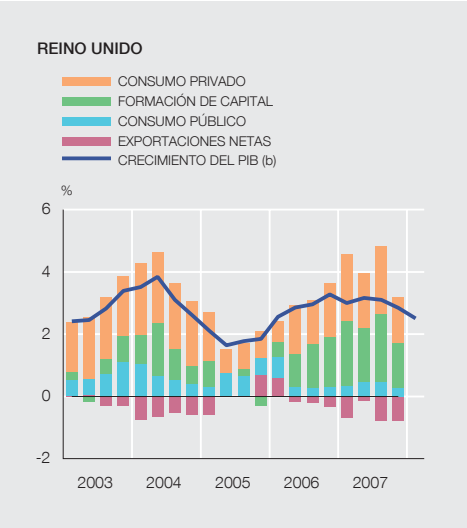
La inflación repuntó a principios de 2007, hasta llegar al 3,1% en el mes de marzo. Posteriormente, los precios se moderaron, hasta terminar el año en el 2,1%, si bien se han vuelto a acelerar a principios de 2008 (2,5% en febrero), como consecuencia del aumento de los precios de la energía. El Banco de Inglaterra subió tres veces el tipo de interés oficial en 25 pb, hasta el 5,75%, en la primera parte del año, pero, ante los efectos de las turbulencias financieras, lo ha reducido en tres ocasiones entre diciembre de 2007 y abril de este año, situándolo en el 5%. El déficit público se amplió en 2007, pasando del 2,6% al 2,8% del PIB.

Para 2008 se espera una desaceleración de la actividad, con riesgos a la baja.

Las perspectivas económicas para 2008 apuntan a una fuerte desaceleración y a un crecimiento inferior al 2%, debido, sobre todo, al menor dinamismo del consumo privado. Entre los riesgos más importantes sobre esta previsión hay que mencionar la posibilidad de que se produzcan nuevas situaciones de dificultad en algún segmento del sistema financiero, y el riesgo de una contracción acusada en el mercado inmobiliario, que pudiese afectar a otros componentes de la demanda.

JAPÓN Y REINO UNIDO: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB (a) GRÁFICO 3.6





FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

a. Aportaciones al crecimiento interanual del PIB.
b. Tasa de variación interanual.

4 *Japón*

En Japón, el crecimiento se moderó ligeramente por la debilidad del consumo privado…

La economía japonesa creció en 2007 un 2,1%, frente al 2,4% de 2006. Esta desaceleración reflejó la caída en la inversión residencial —provocada por cambios legislativos en el sector— y la persistente debilidad del consumo privado (véase gráfico 3.6), lastrado una vez más por el escaso dinamismo de la renta de las familias, pese al aumento del empleo. El crecimiento del PIB se apoyó a partes iguales en la demanda interna y en la externa, aunque esta cobró un creciente protagonismo con el transcurso del año. El superávit de la balanza por cuenta corriente se amplió un año más, alcanzando el 4,8% del PIB.

y no se salió definitivamente de la deflación, por lo que el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial inalterado desde febrero.

El índice de precios de consumo se mantuvo en tasas interanuales levemente negativas, aunque repuntó en los últimos meses por los incrementos de los precios del petróleo y de los alimentos y cerró el año en el 0,7%, llegando al 1% en febrero de 2008. Sin embargo, otros indicadores relevantes, como el deflactor del PIB y los costes laborales unitarios, permanecieron en terreno negativo, reflejando el mantenimiento de las tensiones deflacionistas, a pesar de que los precios del suelo urbano se situaron de modo holgado en territorio positivo. El Banco de Japón no alteró apenas el tono de la política monetaria en el conjunto de 2007: solo aumentó el tipo de interés oficial en febrero de 2007, en 25 pb, hasta el 0,5%, y después lo mantuvo inalterado, por la atonía de los indicadores de inflación y la evolución titubeante de la actividad a partir del segundo trimestre. Las turbulencias financieras tuvieron un impacto escaso, por la menor exposición del sistema financiero japonés a los mercados en los que se originaron, y las inyecciones de liquidez fueron poco significativas. En cuanto a la política fiscal, se redujo el déficit público, del 3,8% al 3,4% del PIB, gracias a la fortaleza de la recaudación del impuesto de sociedades y al continuado recorte de la inversión pública, pero no se produjeron avances en la reforma del gasto público o de la imposición. La deuda pública neta continuó creciendo, hasta situarse en el 91% del PIB, 2 pp más que en 2006.

Perspectivas de ralentización económica en 2008, a pesar de un impacto menor de las turbulencias.

Las perspectivas para 2008 son de una ralentización de la actividad hacia ritmos alrededor del 1,5%. Los principales riesgos a este escenario son la excesiva dependencia del sector exterior, la continuada debilidad del consumo privado —que debería recobrar un mayor protagonismo para dotar a la expansión de mayor autonomía y resistencia—, el insuficiente avance en las reformas estructurales y el posible impacto de las turbulencias, aunque en menor medida que en otros países.

5 *China y resto de Asia*

En China, el PIB se aceleró en 2007 y se ampliaron, de nuevo, el superávit comercial y las reservas externas.

El PIB de China mantuvo su fortaleza en 2007, con una tasa de crecimiento del 11,9%, tres décimas más que en 2006, apoyado en el dinamismo de la demanda interna y en la significativa contribución de la demanda externa (véase gráfico 3.7). Pese a la aceleración gradual en la apreciación del renminbi, el superávit comercial siguió aumentando, lo que llevó al superávit por cuenta corriente al 11,1% del PIB, si bien a finales de año se percibió un debilitamiento en las exportaciones. La evolución de este saldo, junto con unas entradas de capitales crecientes, favoreció que continuara la intensa acumulación de reservas exteriores, que a finales de año ascendían a 1,5 billones de dólares. Asociado a la gestión de estas reservas, se creó un fondo de riqueza soberana, al que se dotó inicialmente de 200 mm de dólares (véase el recuadro 3.2).

La inflación también aumentó muy acusadamente, pese a las medidas monetarias restrictivas.

La inflación china creció de manera significativa en 2007, pasando del 2,2% en enero al 6,5% al final del año —y al 8,7% en febrero de 2008—, impulsada por el componente de alimentos y afectada también por perturbaciones de oferta, si bien la inflación subyacente apenas creció. Ante la preocupación por las presiones inflacionistas y el riesgo de recalentamiento, la política monetaria adoptó un tono menos acomodaticio, acompañado de una serie de medidas administrativas de control de precios, a finales de año, y de una progresiva mayor flexibilidad cambiaria, que se tradujo en una apreciación más intensa del renminbi frente al dólar, a partir de los últimos meses del año. En concreto, los tipos de interés de referencia de los préstamos a un año se han elevado desde enero de 2007 en seis ocasiones, hasta el 7,47% (un incremento de 135 pb), aunque los tipos de interés reales se volvieron negativos. Igualmente, se incrementó en trece ocasiones el coeficiente de reservas bancarias, del 9% al 16%, además de imponerse restricciones a la concesión de préstamos.

El crecimiento económico en el resto de Asia fue también intenso, así como el repunte de la inflación.

En su conjunto, el resto de las principales economías asiáticas registró un notable crecimiento económico en 2007, de alrededor del 7%, similar al de 2006, sostenido también por la demanda interna, aunque con signos de desaceleración de la actividad en varios países en el cuarto trimestre del año. En un contexto de escasas variaciones de política monetaria, la inflación subió especialmente en el segundo semestre de 2007, como consecuencia del alza de los precios de los alimentos y de la energía, con la principal excepción de la India, donde la inflación se moderó en el segundo semestre. Esta tendencia al aumento de la inflación continuó, ya de modo generalizado, en los primeros meses de 2008.

Las perspectivas para la región en 2008 son relativamente favorables, aunque existen riesgos derivados del sector exterior, la inflación y la gestión de los flujos de capital.

Las perspectivas para 2008 para el conjunto de la región son relativamente favorables, en particular en China y en la India, si bien el crecimiento será algo menor y, en un contexto de mayor incertidumbre a nivel mundial, persisten riesgos a la baja, especialmente en las economías más dependientes del sector exterior. La inflación y los posibles efectos de segunda ronda derivados de las presiones al alza en los precios plantean un reto en las economías de Asia, especialmente en aquellas en las que las actuaciones de política monetaria se ven limitadas por las decisiones sobre el tipo de cambio o la gestión de las entradas de capitales, en particular en China.

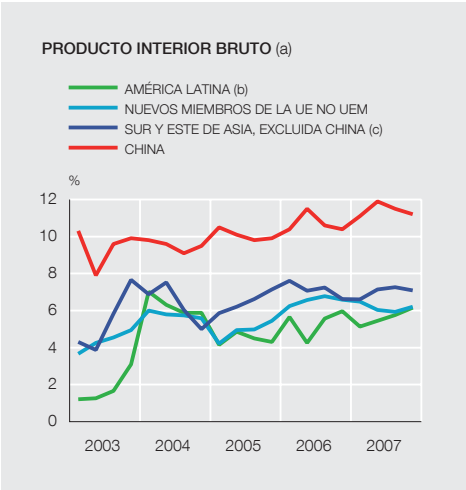
6 *América Latina*

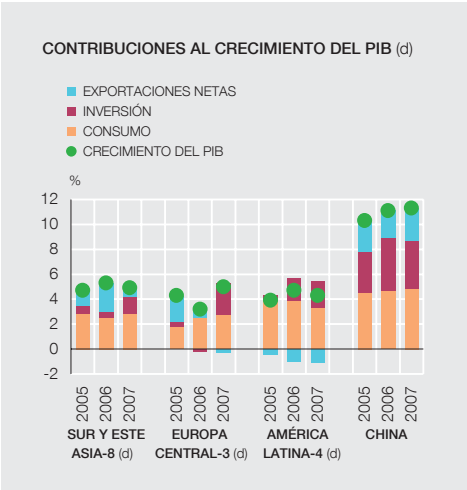
El crecimiento económico se prolongó por sexto año consecutivo, apoyado en la demanda interna.

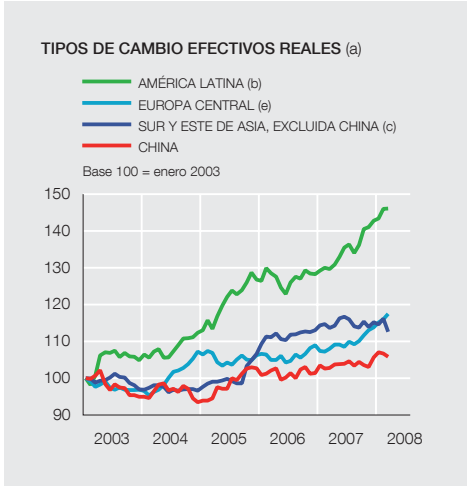
En América Latina, el crecimiento del PIB alcanzó un 5,8% en 2007, ligeramente por encima del 5,4% de 2006, lo que supone la consolidación de una de las fases más largas de crecimiento de su historia reciente. Apoyado en los elevados precios de las materias primas y en unas condiciones de financiación favorables, aun después del inicio de las turbulencias, el crecimiento económico estuvo liderado por la expansión de la demanda interna, mientras que el sector exterior acentuó su aportación negativa (véase gráfico 3.7). Esta pujanza de la demanda interna propició un cierto deterioro de las balanzas por cuenta corriente, aunque el conjunto de la región mantuvo un superávit, como en los últimos cinco años, en esta ocasión de medio punto porcentual del PIB.

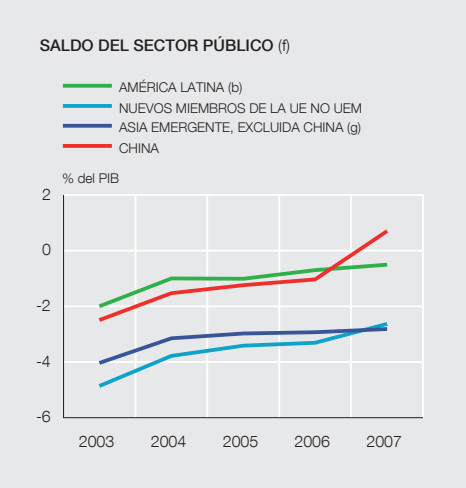
ECONOMÍAS EMERGENTES. PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

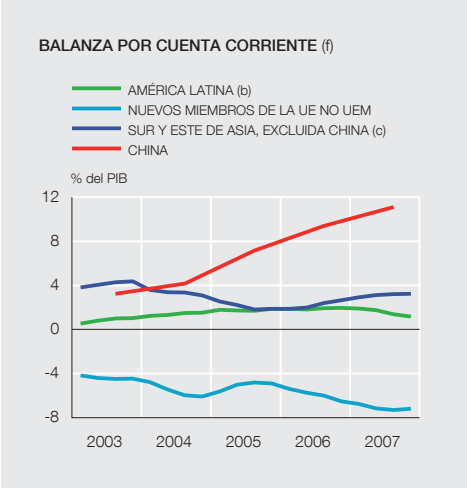
GRÁFICO 3.7











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

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. Áreas analizadas: Sur y este de Asia-8 (Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas), Europa Central-3 (República Checa, Hungría y Polonia) y América Latina-4 (Argentina, Brasil, Chile y México).
e. República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia.
f. Superávit (+) o déficit (–).
g. Agregado de países según la definición del FMI (WEO).

La inflación repuntó debido al alza de los precios de los alimentos y de la energía, pero también a la inflación subyacente.

A partir del segundo trimestre del año, la inflación total repuntó significativamente —pasando del 5% a finales de 2006 al 6% a finales de 2007 y al 6,1% en febrero de 2008— y la inflación subyacente también tendió a aumentar. No obstante, la tasa de inflación del conjunto de la región aún se sitúa en un nivel históricamente muy bajo. En este contexto, las políticas monetarias, que hasta marzo habían seguido trayectorias divergentes, tendieron a endurecerse, mientras que en Brasil se interrumpió a partir de octubre el ciclo de descenso de los tipos de interés. En cuanto a la política fiscal, se siguieron produciendo mejoras en los saldos públicos, aunque se debió más a la bonanza económica y a los altos precios de las materias primas que a una mayor disciplina fiscal. En el ámbito de las reformas estructurales, los avances continuaron siendo relativamente limitados en la mayoría de los países, aunque como excepción podría destacarse la reforma fiscal en México.

Las perspectivas para 2008 siguen siendo positivas, sobre todo por la reducción de la vulnerabilidad financiera en la región.

Las perspectivas económicas para 2008 se mantienen relativamente favorables, anticipándose un crecimiento algo menor, aunque existen incertidumbres, principalmente en la vertiente exterior. El deterioro de las perspectivas de crecimiento global afectaría especialmente a México y a los países centroamericanos, a través del canal comercial —por una reducción de sus exportaciones hacia Estados Unidos—, y a los países exportadores de materias primas —si tuviera lugar una reducción de sus precios—. La reducción en los flujos de remesas procedentes de la emigración en las economías avanzadas, que ya se verificó para México el año pasado, es otro factor que cabe considerar. Finalmente, el canal financiero podría afectar en mayor medida a aquellos países con peores fundamentos y mayores necesidades de financiación a corto plazo. En cualquier caso, es importante subrayar la resistencia a los efectos de las turbulencias financieras globales, en claro contraste con otros episodios; este cambio es atribuible, al menos en parte, a la mejora de los fundamentos económicos y a la reducción de las vulnerabilidades financieras, en un marco de mayor estabilidad macroeconómica.

7 Los nuevos Estados miembros de la Unión Europea

En los nuevos Estados miembros de la UE se mantuvo un notable dinamismo de la actividad en 2007…

En los nuevos Estados miembros de la UE, el PIB creció un 6,2%, ligeramente inferior al 6,5% de 2006, sustentado nuevamente en la fortaleza de la demanda interna. Las mayores tasas de crecimiento se registraron en los países bálticos, Eslovaquia, Polonia, República Checa y los dos nuevos miembros de la UE, Bulgaria y Rumanía. Por el contrario, la economía húngara redujo su crecimiento en 2,6 puntos porcentuales, hasta el 1,3%, debido al impacto del programa de ajuste fiscal sobre el consumo privado.

si bien con claros signos de recalentamiento, con un aumento importante de la inflación y unos déficits por cuenta corriente muy elevados.

Se produjo un notable repunte de la inflación, que también afectó a las tasas de inflación subyacentes, en un contexto de recalentamiento de varias economías. En algunos casos, a partir de la segunda mitad del año se alcanzaron tasas de inflación de dos dígitos (países bálticos y Bulgaria). También se produjo un deterioro adicional importante de los déficits por cuenta corriente, que llegaron a superar el 10% en los países bálticos y en los dos nuevos miembros, destacando el 20% del PIB en Bulgaria y el 25% en Letonia. En este contexto, la mayoría de países —salvo Eslovaquia— optó por endurecer el tono de la política monetaria desde la segunda parte del año. En el ámbito fiscal, los saldos públicos mejoraron ligeramente, en un contexto de fuerte crecimiento de los ingresos, siendo muy significativa la disminución del déficit público húngaro, que pasó del 9,2% al 5,2% del PIB.

Estabilidad de las monedas que participan en el ERM II, salvo alguna excepción.

Las monedas que participan en el Mecanismo de Tipos de Cambio (ERM II, en sus siglas en inglés) mantuvieron la estabilidad de sus tipos de cambio frente al euro, a excepción de la corona eslovaca, cuya paridad central se revaluó un 8,5% en marzo de 2007, y el lats letón, que sufrió algún episodio de turbulencia. Entre las monedas que no participan en el ERM II, las autoridades húngaras decidieron en febrero de 2008 abandonar la banda de fluctuación

del ±15% frente al euro y permitir la libre flotación del tipo de cambio. Por último, Chipre y Malta se incorporaron a la zona del euro el 1 de enero de 2008.

Perspectivas de moderada desaceleración, con riesgos al alza para la inflación y, sobre todo, con riesgos ante las turbulencias, debido a las abultadas necesidades de financiación externa.

Las perspectivas para 2008 son de una moderada desaceleración de la actividad en el conjunto de la región, que se podría ver afectada por un crecimiento más débil en el área del euro y por unas condiciones de financiación más restrictivas, especialmente en aquellos países más dependientes de la financiación externa. Los riesgos sobre la inflación permanecen al alza, pero el principal riesgo para estos países —y que constituye el principal rasgo diferencial respecto a otras áreas emergentes— son las elevadas necesidades de financiación que se derivan de los amplios déficits externos en algunas economías, que se han venido cubriendo cada vez más con un mayor recurso a los préstamos del exterior, denominados gran parte de los mismos en moneda extranjera en algunos países.

1 Las condiciones económicas en el área del euro

En 2007, el PIB del área del euro creció el 2,6%, ligeramente por encima de la tasa de expansión del producto potencial más comúnmente aceptada. El ritmo de avance de la actividad registró un perfil suavemente descendente en el transcurso del año, pero fue en el último trimestre cuando comenzaron a hacerse evidentes los efectos sobre el gasto de las diversas perturbaciones que venían afectando a la economía mundial: la desaceleración de la economía americana, el episodio de turbulencias financieras que se había desencadenado en el verano, el notable encarecimiento de las materias primas energéticas y alimenticias, y la continua apreciación del euro. El impacto de estas perturbaciones parece haber precipitado el final de una etapa expansiva en el área del euro que ha resultado ser no solo breve, sino también incompleta, ya que, tras el impulso inicial de la demanda externa y el posterior dinamismo mostrado por la inversión y el empleo, el consumo privado mantuvo un tono débil (véase el recuadro 4.1).

En el conjunto del año, la inflación del área disminuyó ligeramente con respecto a 2006, aunque permaneció por encima del 2%. Su perfil a lo largo del ejercicio estuvo determinado por el aumento de los impuestos indirectos y, sobre todo, por la evolución de los componentes más volátiles —la energía y, en el último cuatrimestre del año, los alimentos—, que reflejaron la escalada de los precios internacionales de las materias primas. Estas perturbaciones han deteriorado significativamente las expectativas de inflación a corto plazo, lo que, unido a la fortaleza del mercado de trabajo, ha elevado notablemente los riesgos de que se desencadenen efectos de segunda ronda en la formación de precios y salarios, a pesar de que, hasta el momento, se ha mantenido la moderación salarial.

Durante la primera mitad de 2007, el Consejo de Gobierno del BCE aumentó en 25 puntos básicos (pb) los tipos de interés oficiales en dos ocasiones, hasta situarlos en el 4% en junio, continuando el proceso de reducción del grado de holgura de las condiciones monetarias que había iniciado en 2005. Las tensiones financieras del verano produjeron de facto un endurecimiento de las condiciones financieras de la economía, y su prolongación hasta 2008 configuró un escenario complejo de extraordinaria incertidumbre, al que se sumaba la intensificación de los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo y a la baja para el crecimiento. En estas circunstancias, la autoridad monetaria decidió dejar inalterados los tipos de interés oficiales durante la segunda mitad de 2007 y en la parte transcurrida de 2008. Además, como se explica en el recuadro 4.2, las tensiones en el mercado interbancario requirieron que el BCE suministrara fondos de forma extraordinaria, con el objetivo de estabilizar el tipo de interés de muy corto plazo en torno al tipo oficial y contribuir al buen funcionamiento del mercado monetario.

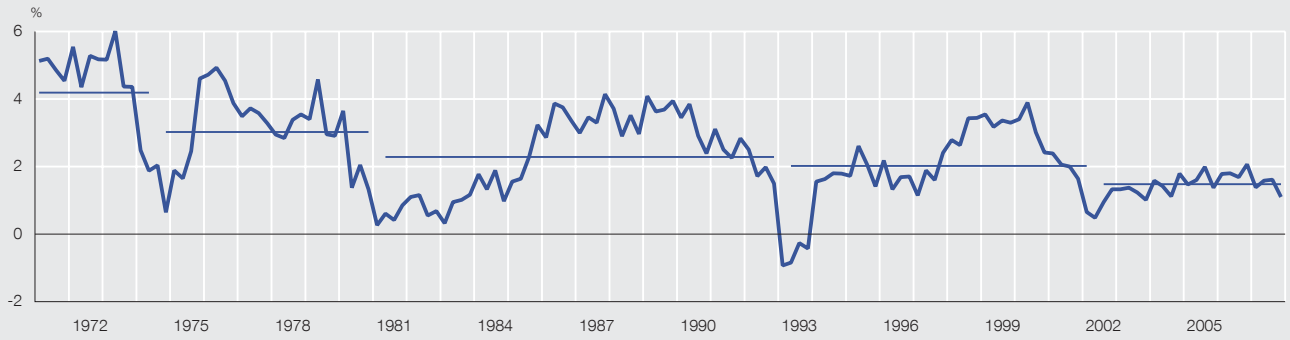
La mayoría de los países del área mejoró el saldo presupuestario, de manera que en ninguno de ellos el déficit superó el límite del 3% del PIB en 2007. Sin embargo, los esfuerzos de consolidación presupuestaria no parecen suficientes y la coyuntura económica actual puede dificultar progresos adicionales. El logro de la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo requiere avanzar decididamente en la consolidación fiscal e incrementar la eficiencia de todas las áreas del gasto público, así como acometer reformas estructurales que promuevan el crecimiento y el empleo. En este campo, se han realizado importantes avances durante el primer trienio de la Estrategia de Lisboa renovada, que, sin duda, han contribuido a la favorable evolución del empleo. No obstante, los logros son todavía insuficientes y Europa se enfrenta a grandes retos derivados de la globalización económica, el cambio tecnológico y el envejecimiento de la población, que requieren esfuerzos adicionales, incluso en un contexto de ralentización económica.

LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CONSUMO PRIVADO EN LA UEM

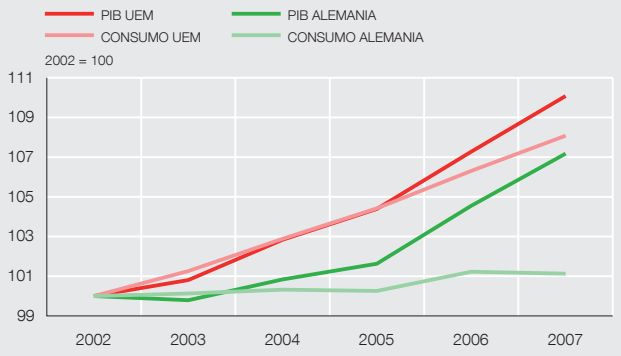
El consumo privado en la UEM ha mostrado un dinamismo relativamente moderado durante los últimos años en comparación con otros momentos cíclicos similares (véase gráfico 1). Entre 2002 y 2007[1] su avance se situó algo por debajo del mostrado por el PIB, en un contexto de debilidad de la renta bruta disponible (RBD) de los hogares. En dicho quinquenio el crecimiento del consumo en términos reales fue de un 8%, frente al 10% del PIB y al 6% de la renta, lo que dio lugar a una disminución de la tasa de ahorro de las familias (véanse gráficos 2 y 3). En 2007 el consumo mantuvo la atonía, con un avance del 1,5% interanual, incluso a pesar de la recuperación del empleo y la consiguiente aceleración de la RBD, cuyo crecimiento se estima

1. Todos los datos proceden de la Contabilidad Nacional, salvo la RBD de 2007, que es una estimación.

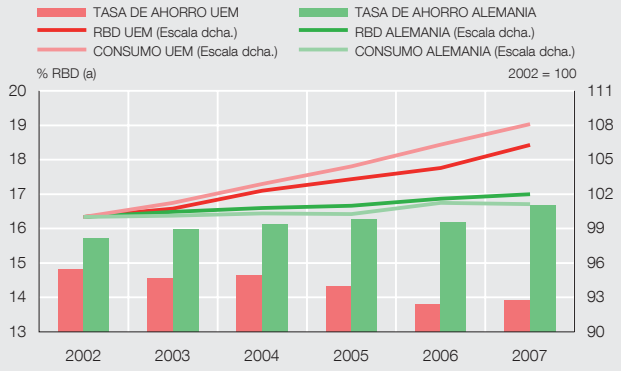
1 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL CONSUMO EN TÉRMINOS REALES. CRECIMIENTO INTERANUAL



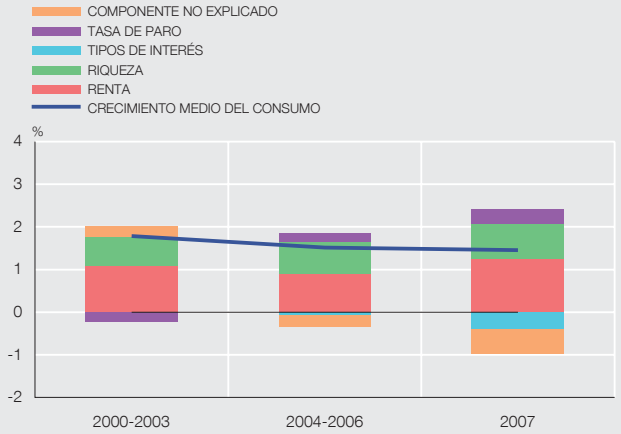
2 CONSUMO PRIVADO Y PIB



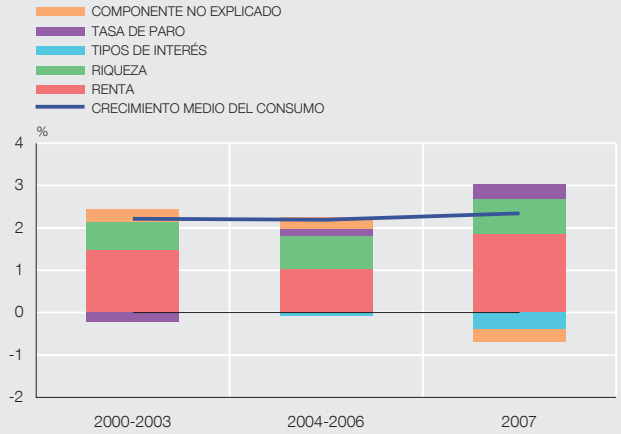
3 CONSUMO, RENTA Y TASA DE AHORRO



4 CONTRIBUCIÓN DE LOS DETERMINANTES DEL CONSUMO (b)



5 CONTRIBUCIÓN DE LOS DETERMINANTES DEL CONSUMO, EXCLUYENDO ALEMANIA (b)



FUENTES: Banco de España, Comisión Europea y OCDE.

a. Renta bruta disponible.
b. Utilizando los parámetros de la ecuación de consumo de la UEM del *Area Wide Model.*

en un 1,9%. De esta forma, la trayectoria descendente del ahorro quedó interrumpida con una ligera recuperación.

El desglose por países desvela una excepcional debilidad del consumo privado en Alemania. Así, en los últimos cinco años, mientras que el PIB alemán creció un 7%, el avance del consumo privado fue de solo un 0,8%, por debajo del exiguo incremento de la RBD, cifrado en un 1,5%. El pasado año, a pesar de la notable aceleración del empleo, que aumentó en más de 600.000 puestos de trabajo, el gasto en consumo fue incluso menor que el de 2006 en un 0,5%, con una variación de la renta en términos reales prácticamente nula[2]. Este comportamiento del consumo de los hogares alemanes amplió la divergencia de sus elevados niveles de ahorro frente a los valores medios de la UEM.

Aunque la falta de vigor del consumo alemán se debe, en gran medida, al escaso impulso de su principal determinante —la renta disponible—, otros factores también habrían contribuido en la misma dirección. Así, en el año 2007 el aumento del IVA constituyó un importante detractor del gasto, aunque su efecto es difícil de cuantificar con precisión. Además, el menor consumo de las familias alemanas en los últimos años parece estar relacionado con un mayor ahorro por motivo precaución, en un contexto de transformación del mercado de trabajo y de mayor incertidumbre sobre la renta futura. Así, el prolongado proceso de ajuste de la economía alemana para recobrar competitividad ha supuesto un avance de los salarios reales muy moderado hasta 2007. Por otro lado, el empleo sufrió caídas durante el período 2002-2005, con excepción de algunos años, cuando predominaron los contratos a tiempo parcial *(minijobs).* Fue a partir de finales de 2005 cuando comenzó a observarse un cambio de tendencia que se prolonga hasta la actualidad, con una recuperación sostenida del empleo a tiempo completo que debería haber estimulado el consumo de esta economía. Finalmente, no se puede descartar que otros factores hayan contribuido también a la moderación del gasto, tales como la estabilidad de la riqueza por el estancamiento del precio de la vivienda o el mayor ahorro necesario para complementar el sistema público de previsión social.

Utilizando la ecuación de consumo del *Area Wide Model*[3], se puede aproximar cuál ha sido la contribución de los distintos determinantes a la evolución del consumo en la zona del euro. Como se observa en el gráfico 4, durante 2004-2006, a pesar del escaso vigor de la RBD, el consumo habría estado impulsado por un efecto riqueza y, más recientemente, por una favorable evolución del mercado de trabajo, que habría empezado a restaurar la confianza de los consumidores y sus expectativas de renta. En 2007 la contribución del empleo y de la renta se incrementó, aunque el impacto negativo derivado del aumento de los tipos de interés en la UEM, que ya era visible en el año 2006, también se acentuó. Desde 2004 el avance del consumo se habría situado por debajo de lo que apuntarían sus determinantes, siendo 2007 el año en el que el componente no explicado con signo negativo adquiere el mayor tamaño, como resultado, probablemente, del efecto del IVA en Alemania. Cuando la ecuación se aplica sobre una hipotética UEM sin Alemania, el residuo negativo se reduce significativamente, en torno a un 40% en 2007, aunque todavía se desprende un consumo más moderado que el estimado por los determinantes (véase gráfico 5). De esta manera, parece confirmarse que la debilidad del consumo en la UEM no es fruto solo de la evolución de esta variable en Alemania. Este comportamiento podría estar relacionado con el deterioro de la confianza del consumidor en la segunda parte del año o con el notable incremento de la inflación, que, aunque se espera que sea transitorio, ha deteriorado el poder adquisitivo de las familias. Además, desde un punto de vista más estructural, la incertidumbre sobre la sostenibilidad de los sistemas públicos de pensiones ante el envejecimiento de la población podría también estar propiciando un mayor ahorro por motivo precaución e imprimiendo una ralentización en el consumo.

2. Excluyendo Alemania, el aumento del consumo en la UEM se situaría en un 2,3% en 2007, también relativamente moderado, comparado con el avance de la renta (alrededor del 2,7%).

3. Véase Fagan, Henry y Mestre (2001), *An area-wide model (AWM) for the euro area,* Documento de Trabajo n.º 42 del BCE.

Las perspectivas de crecimiento para 2008 —un año en el que Chipre y Malta han pasado a formar parte de la UEM— se han deteriorado de forma notable en los últimos meses y están, además, sujetas a riesgos a la baja, derivados, principalmente, de la elevada incertidumbre sobre el impacto real y el plazo de resolución de las turbulencias financieras. El empeoramiento del contexto internacional, de las condiciones financieras y de la confianza de los agentes hará que la actividad registre un crecimiento significativamente menor que en 2007.

1.1 LA ACTIVIDAD Y EL EMPLEO

Por segundo año consecutivo, el PIB creció de forma robusta...

En 2007, el ritmo de avance del PIB superó, por segundo año consecutivo, el 2,5%, con una composición del crecimiento muy similar a la del año anterior (véase cuadro 4.1). Así, aunque el elevado dinamismo del entorno internacional favoreció el buen comportamiento de las exportaciones, la demanda interna continuó siendo el principal motor de la expansión. En particular, el impulso procedió fundamentalmente de la inversión, puesto

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS DEL ÁREA DEL EURO (a) CUADRO 4.1

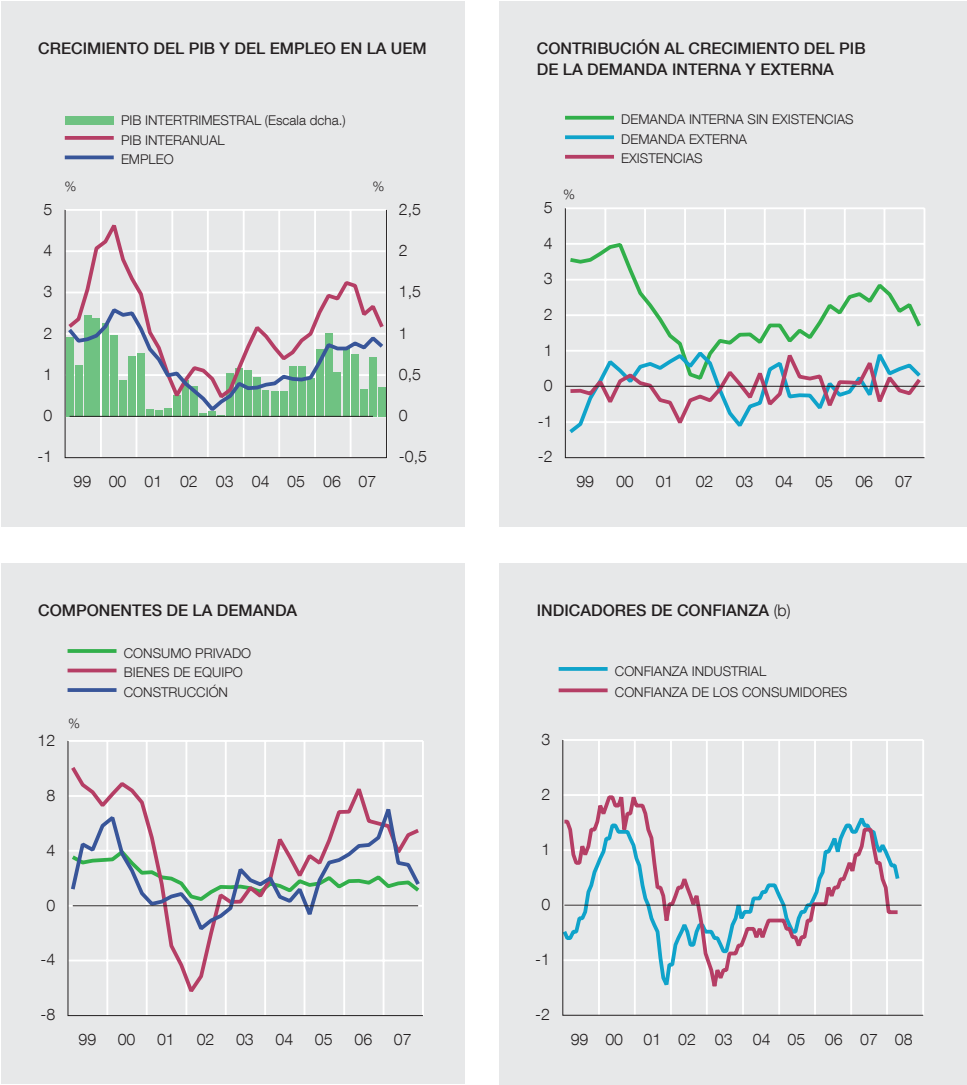
	2005	2006	2007	2007			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
DEMANDA Y PRODUCTO							
Producto interior bruto	1,7	2,9	2,6	0,7	0,3	0,7	0,4
Consumo privado	*1,6*	*1,8*	*1,5*	*0,1*	*0,6*	*0,5*	*-0,1*
Consumo público	*1,4*	*2,0*	*2,2*	*1,0*	*0,2*	*0,6*	*-0,1*
Formación bruta de capital fijo	*3,1*	*5,3*	*4,2*	*1,3*	*0,0*	*1,1*	*0,8*
— Inversión privada no residencial	2,8	5,4	5,4	1,1	0,9	1,2	0,9
— Inversión residencial	3,0	6,0	1,9	1,5	-1,6	0,0	-0,3
— Inversión pública	2,8	2,4	5,0	4,9	-1,3	-0,1	0,9
Exportaciones	*4,9*	*8,1*	*6,0*	*0,8*	*0,9*	*2,0*	*0,6*
Demanda final	*2,8*	*4,3*	*3,4*	*0,9*	*0,3*	*1,2*	*0,2*
Importaciones	*5,7*	*7,8*	*5,2*	*1,3*	*0,3*	*2,5*	*-0,3*
Contribuciones al crecimiento del PIB (b)							
Demanda interna	*1,9*	*2,6*	*2,2*	*0,5*	*0,4*	*0,7*	*0,1*
Variación de existencias	*0,0*	*0,1*	*0,0*	*0,4*	*-0,3*	*0,2*	*-0,1*
Demanda externa	*-0,3*	*0,2*	*0,4*	*-0,2*	*0,3*	*-0,2*	*0,4*
PRECIOS Y COSTES (c)							
Precios de consumo (media anual)	2,2	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9
Deflactor de la demanda final	2,3	2,3	1,8	1,6	1,7	1,6	2,3
Deflactor del PIB	1,9	1,9	2,2	2,1	2,2	2,1	2,2
Costes laborales unitarios	1,0	0,9	1,5	1,0	1,4	1,4	2,0
Remuneración por asalariado	1,8	2,2	2,3	2,4	2,2	2,2	2,5
Productividad del trabajo	0,8	1,3	0,8	1,4	0,8	0,8	0,5
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)							
Gastos totales	47,4	46,8	46,3				
Gastos corrientes	43,6	43,0	42,5				
— Gastos por intereses	2,9	2,9	3,0				
Inversión pública	*2,5*	*2,5*	*2,6*				
Ingresos totales	44,9	45,4	45,6				
Déficit (–) / superávit (+) primario	0,4	1,6	2,3				
Déficit (–) / superávit (+)	-2,5	-1,3	-0,6				
MERCADO DE TRABAJO							
Empleo total	0,9	1,6	1,8	0,6	0,5	0,4	0,2
Paro (e)	8,8	8,2	7,4	7,6	7,5	7,4	7,2
BALANZA DE PAGOS (d)							
Cuenta corriente	0,2	0,0	0,3	0,2	-0,1	0,6	0,5

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

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

que el consumo de las familias aumentó un escaso 1,5%, por debajo del avance de la renta real disponible de los hogares, que experimentó una aceleración basada, en gran parte, en la favorable evolución del empleo. Esta discrepancia, que se tradujo en un avance de la tasa de ahorro de las familias, podría atribuirse a diversos factores, como el efecto de la elevación del IVA en Alemania a comienzos de 2007 sobre el consumo en ese país, la subida de los tipos de interés, el deterioro de la confianza de los consumidores en la segunda mitad del año o el repunte de la inflación percibida, que se analizan con detalle en el recuadro 4.1.

UEM: COMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO E INDICADORES DE CONFIANZA (a) GRÁFICO 4.1



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

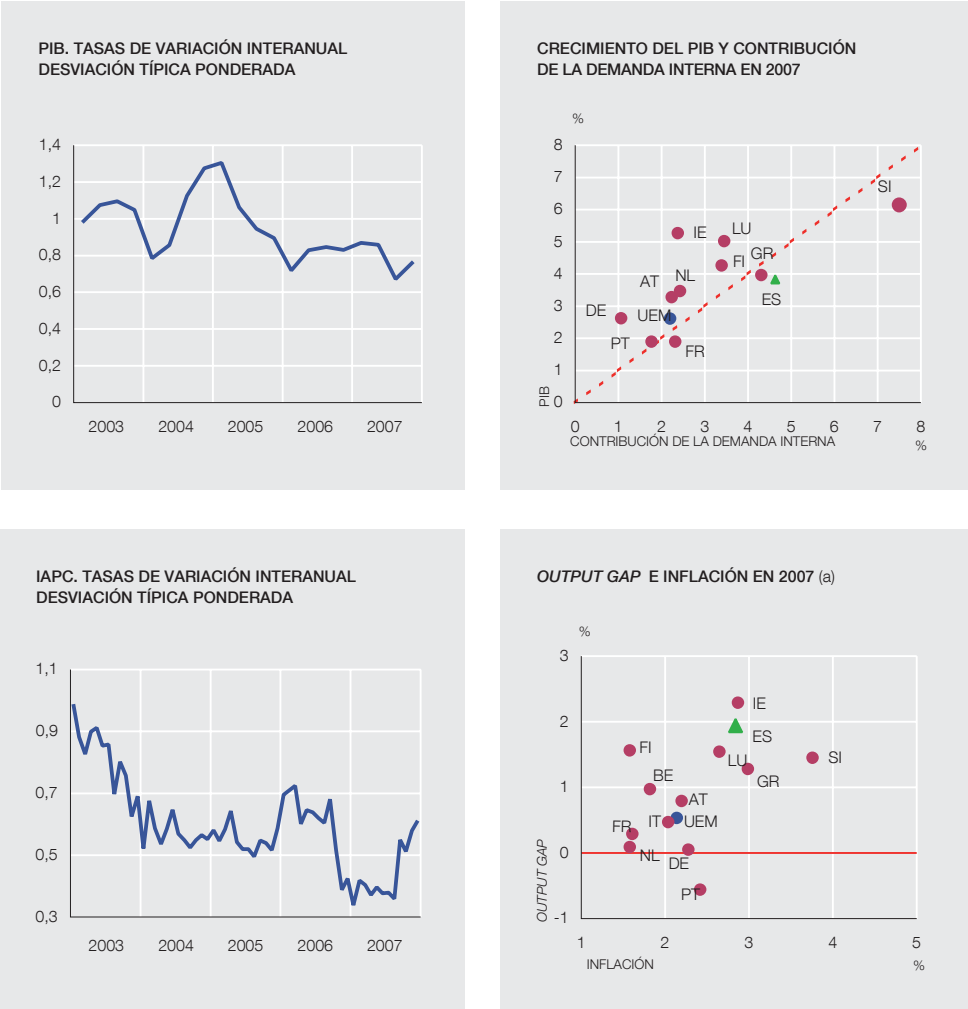
a. Tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario.
b. Saldo de respuestas. Series normalizadas

impulsado por el vigor de la inversión, mientras que el consumo privado siguió mostrándose débil.

La formación bruta de capital fijo mantuvo un crecimiento vigoroso en 2007, si bien inferior al registrado en el año previo. Por agentes, la inversión productiva privada se expandió en 2007 a un ritmo similar al del ejercicio anterior, impulsada por el crecimiento sostenido —aunque más reducido— de la demanda final, y por la sólida posición patrimonial y la favorable evolución de los beneficios presentes y esperados de las empresas no financieras (véase gráfico 4.1). Estos desarrollos compensaron los efectos del progresivo endurecimiento de las condiciones financieras, ligado tanto al incremento de los tipos de interés como, en la segunda parte del año, al aumento de los diferenciales de los bonos corporativos que se derivó de la inestabilidad en los mercados financieros. Este aumento del coste de la financiación también incidió sobre la inversión residencial, que a lo largo del año se desaceleró de manera intensa, influida por el fin de su ciclo expansivo en algunos países que evidencian la moderación de los precios inmobiliarios y la disminución de la demanda de crédito para adquisición de vivienda. Finalmente, la inversión pública experimentó un significativo repunte.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA POR PAÍSES EN 2007

GRÁFICO 4.2



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Banco de España.

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

La demanda exterior neta también contribuyó positivamente al crecimiento.

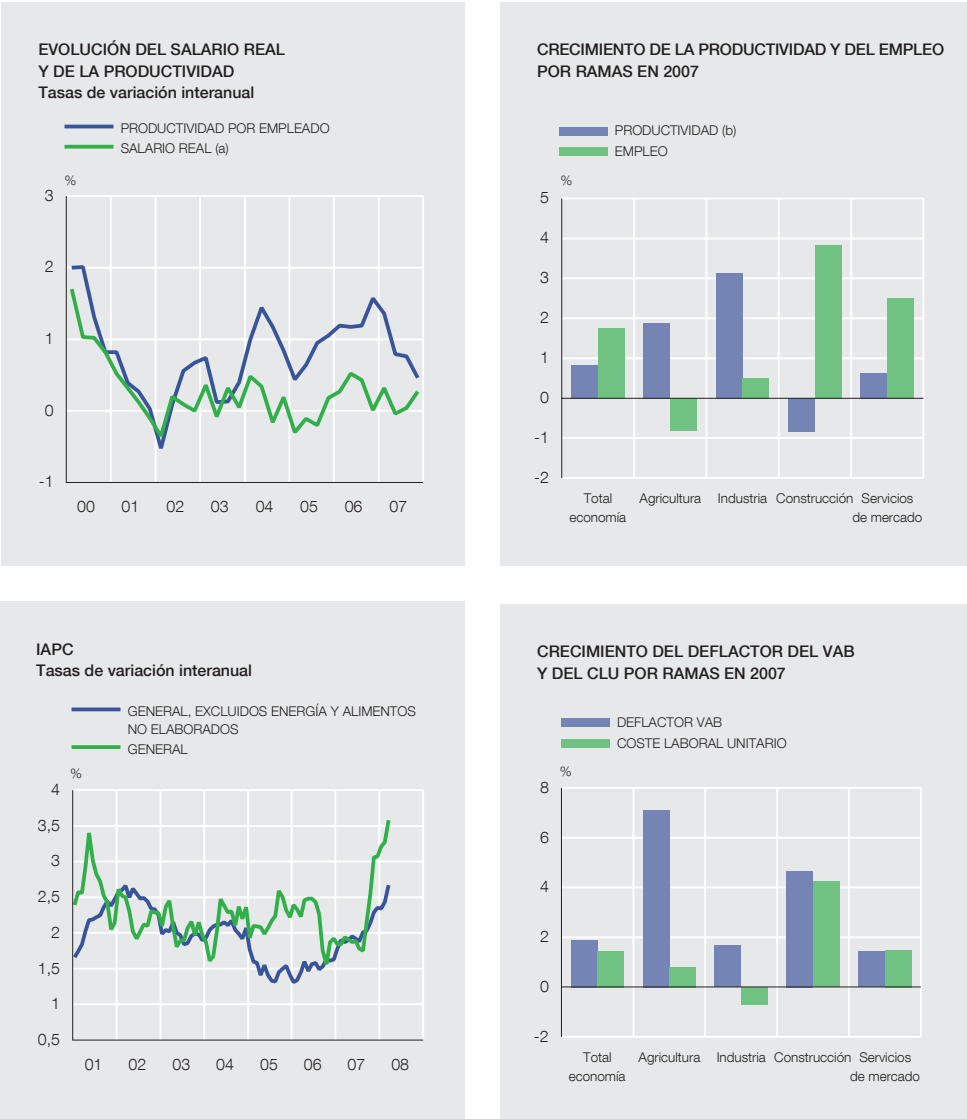
El menor dinamismo del comercio mundial y la gradual apreciación del tipo de cambio real del euro a lo largo del año incidieron en la evolución de las exportaciones, cuya tasa de avance se situó por debajo de la del año anterior. Por su parte, la cuota de exportación de la UEM experimentó un nuevo retroceso. No obstante, el ritmo de expansión de las importaciones se contrajo en mayor medida que el de las exportaciones, en línea con el comportamiento de la demanda final, por lo que la contribución del saldo exterior neto al producto fue positiva, en una magnitud superior a la de un año antes.

La actividad creció por encima del potencial en la mayoría de países del área, destacando especialmente la evolución favorable de Alemania y de España.

Durante 2007, la mayor parte de los países integrantes de la UEM registró tasas de expansión del PIB superiores al 2%. La aportación más significativa, entre los países de mayor tamaño, procedió de la favorable evolución de la actividad económica en España, dada su elevada tasa de avance, próxima al 4%, y en Alemania, donde, por segundo año consecutivo, se incrementó por encima de su crecimiento potencial, de acuerdo con las estimaciones disponibles. Las economías francesa e italiana, por el contrario, mantuvieron su debilidad. En cuanto a la composición de este crecimiento, la demanda interna impulsó la expansión en las principales economías del área, excepto en Alemania, donde la contribución de la demanda externa neta fue decisiva. Finalmente, la aceleración del producto en Portugal, tras la atonía

UEM: ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO Y EVOLUCIÓN SALARIAL

GRÁFICO 4.3



FUENTES: Banco Central Europeo, Eurostat y estadísticas nacionales.

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

mostrada en los últimos años, unida a la ralentización registrada en algunas de las economías más dinámicas, como Irlanda y Finlandia, propició una cierta reducción de la dispersión de las tasas de expansión de la actividad (véase gráfico 4.2).

Elevada creación de empleo y desaceleración de la productividad.

A pesar de la desaceleración de la actividad, el mercado de trabajo de la UEM tuvo un comportamiento muy dinámico en 2007 y, en media anual, el ritmo de creación de empleo se elevó hasta el 1,8%, la tasa más alta desde el año 2000. Esta mejora se extendió a las principales ramas productivas (véase gráfico 4.3). Así, la ocupación en la industria registró, por primera vez desde 2001, un aumento, aunque de magnitud modesta, mientras que tanto en los servicios de mercado como, sobre todo, en la construcción el empleo se aceleró de forma significativa y alcanzó elevados ritmos de avance. Por otra parte, la tasa de paro prolongó su perfil descendente y se redujo ocho décimas con respecto a la media de 2006, hasta el 7,4%, alcanzando su nivel más bajo en más de dos décadas. Este patrón de crecimiento, relativa-

mente intenso en empleo, determinó que el avance de la productividad aparente del trabajo se redujera notablemente en 2007, hasta un 0,8%. La consecución de un nivel bajo de desempleo compatible con el mantenimiento de la moderación de los costes salariales nominales y reales podría hallarse asociada a la introducción, en los últimos años, de reformas estructurales en los mercados de trabajo de distintos países del área.

Las perspectivas para 2008 se han deteriorado notablemente y se mantien en los riesgos a la baja.

Para el presente ejercicio, persiste una elevada incertidumbre acerca de la magnitud de los efectos sobre la actividad real de la prolongada situación de inestabilidad en los mercados financieros. Además, es previsible que el empeoramiento del contexto internacional —en particular, de la economía norteamericana—, el endurecimiento de las condiciones de financiación y el deterioro de la renta real disponible como consecuencia de las altas tasas de inflación repercutan en un incremento de la actividad del área bastante menor que en el año previo. Así lo está estimando la mayor parte de organismos internacionales y analistas privados, que, tras sucesivas revisiones a la baja, sitúan actualmente el crecimiento del PIB de la UEM en 2008 en el entorno del 1,5%.

1.2 PRECIOS Y COSTES

En 2007 la inflación disminuyó ligeramente en media, pero registró una tendencia marcadamente alcista a partir del verano...

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de la UEM experimentó en 2007 un crecimiento medio del 2,1%, una décima inferior al del año precedente. No obstante, la inflación evidenció un notable contraste entre la evolución moderada de la primera parte del año, cuando se mantuvo estable por debajo de la referencia utilizada en la definición del objetivo de estabilidad de precios, y la tendencia marcadamente alcista del último cuatrimestre, que se ha prolongado en los comienzos de 2008 (véase gráfico 4.3). En este período reciente, los efectos de base derivados de las caídas que registró el componente energético doce meses antes, la nueva escalada del precio del petróleo y el impacto de la notable subida de los precios de las materias primas alimenticias[1] han llevado a la tasa de inflación del área a situarse por encima del 3% en los primeros meses de 2008, alcanzando un nivel no observado desde la puesta en marcha de la UEM.

debido, en buena medida, a la escalada de los precios de alimentos elaborados, que empujaron la inflación subyacente al alza.

Por su parte, la inflación subyacente —medida por el IPSEBENE—, al igual que en 2006, mostró una tendencia suavemente ascendente a lo largo de 2007, que se intensificó en los últimos meses del año —hasta alcanzar el 2,3%, frente al 1,6% de diciembre de 2006—, como consecuencia de la fuerte aceleración del componente de alimentos elaborados —que a finales de año crecía a una tasa del 5,1%, 3 pp más que un año antes—. Por el contrario, el ritmo de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se mantuvo relativamente estable durante todo el año, aunque se elevó en media anual, debido, en buena medida, al impacto de la subida del IVA en Alemania a comienzos de 2007.

Por países, el incremento medio del IAPC en 2007 aumentó, con respecto al año precedente, en Alemania, Austria, Finlandia, Irlanda y Eslovenia, mientras que se redujo en el resto de países, la mayoría de los cuales partía de tasas de inflación superiores a la media de la UEM. Esto generó una disminución de la dispersión de las tasas de inflación dentro del área en el promedio del año, si bien la notable heterogeneidad por países del impacto de las subidas en los precios de las materias primas alimenticias volvió a elevarla en los últimos meses (véase gráfico 4.2).

La desaceleración de los precios importados contrarrestó el aumento de los costes interiores...

El deflactor de la demanda final redujo significativamente —en cinco décimas— su ritmo de crecimiento anual, hasta el 1,8%, como consecuencia de la disminución de la contribución del componente exterior, resultado, a su vez, de la notable desaceleración del deflactor de las importaciones, dada la fuerte apreciación del euro. Por el contrario, el componente interior, aproximado por el deflactor del PIB, incrementó su ritmo de expansión, debido tanto a la

1. Véase el recuadro 3.1 de este *Informe Anual.*

aceleración de los costes laborales unitarios (CLU) como a la mayor tasa de avance del excedente bruto unitario, que el comportamiento menos expansivo de los impuestos indirectos netos solo pudo contrarrestar parcialmente.

que reflejó la expansión de los márgenes y de los costes laborales unitarios.

Los salarios volvieron a registrar un comportamiento moderado en el año 2007 en el conjunto del área. Así, el salario real creció por debajo de la productividad del trabajo, dando lugar a una ligera reducción adicional de la participación salarial en la renta total (véase gráfico 4.3). Asimismo, la tasa de aumento de la remuneración por asalariado se mantuvo estable, por lo que la significativa aceleración de los CLU a lo largo del año respondió, principalmente, a la progresiva disminución del ritmo de avance de la productividad del trabajo. Este comportamiento se observó de forma generalizada en todos los países del área —excepto en Italia y Holanda—, si bien en España y Bélgica el mayor crecimiento de los CLU (muy superior a la media de la UEM) obedeció, fundamentalmente, a la notable aceleración de la remuneración por asalariado.

Los márgenes empresariales —aproximados por el cociente entre el deflactor del VAB y el CLU— se expandieron a un ritmo similar al registrado en 2006 (0,7%). Por ramas, destaca especialmente la fuerte aceleración que experimentaron en la rama agraria y, en menor medida, en la industria; en la rama de construcción los márgenes redujeron de forma notable su tasa de crecimiento con respecto al año precedente.

Las perspectivas para 2008 apuntan a una inflación superior al 3% en la mayor parte del año.

Es previsible que la inflación del área del euro se mantenga por encima del 3% en la mayor parte de 2008 y solo experimente un descenso muy gradual en los últimos meses, a medida que el ritmo de crecimiento de los precios de los componentes de energía y alimentos elaborados se modere. En media anual, las previsiones de inflación de organismos públicos y privados se sitúan ya por encima de esa cifra, tras haber sido revisadas sucesivamente al alza en los últimos meses. Los riesgos a estas previsiones, además, están sesgados al alza, principalmente, por la posibilidad de que los efectos de segunda ronda —de los incrementos pasados en los precios de la energía y de los alimentos— sobre la fijación de salarios y precios hagan su aparición, en un contexto en el que el mercado de trabajo mantiene su dinamismo. Asimismo, no se puede descartar que se produzcan subidas adicionales de los precios del petróleo y de los productos agrícolas o aumentos en impuestos indirectos y precios administrados hasta ahora no anunciados. En sentido contrario, la fuerte desaceleración de la economía norteamericana y, en general, la ralentización prevista del crecimiento económico mundial —y del área del euro en particular— podrían mitigar estos factores inflacionistas.

2 Las políticas económicas

2.1 LA POLÍTICA FISCAL

El déficit público del área se redujo por cuarto año consecutivo gracias, en parte, al dinamismo de la actividad...

En 2007, el déficit público del área del euro volvió a reducirse considerablemente, hasta situarse en el 0,6% del PIB, siete décimas menos que en 2006 (véase gráfico 4.4). Esta mejora del saldo presupuestario, por cuarto año consecutivo, es reflejo de algunos esfuerzos de consolidación vía reducción del gasto, pero también del notable dinamismo de la actividad económica (0,5 pp mayor que las predicciones contenidas en los programas de estabilidad publicados a finales de 2006), que propició una recaudación impositiva superior a la esperada, así como una significativa disminución de los gastos corrientes.

aunque el saldo estructural también registró una mejora.

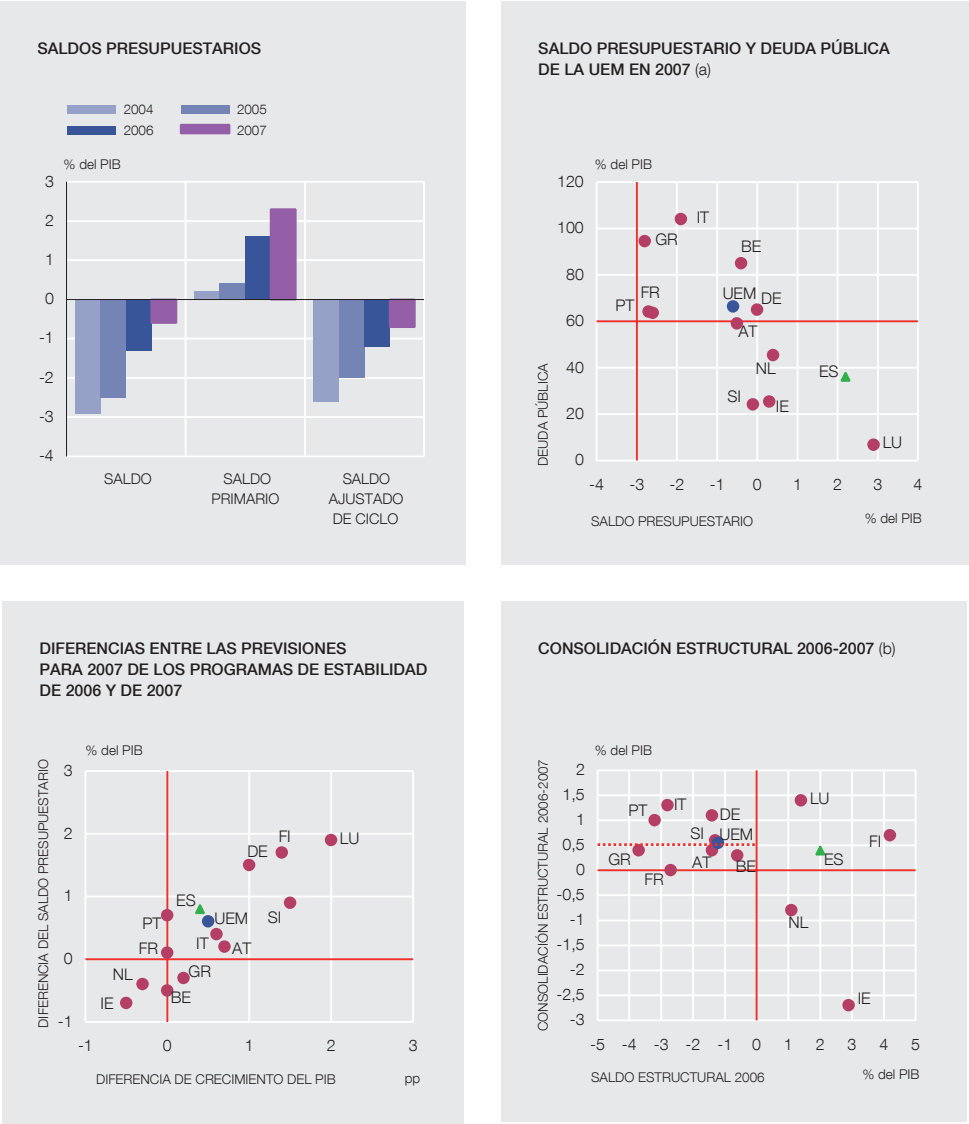
Según cálculos de la Comisión Europea, los componentes cíclico y ajustado de ciclo económico contribuyeron en dos y cinco décimas, respectivamente, a la reducción del déficit en 2007 en el conjunto de la UEM, lo que, dada la contribución nula de medidas temporales en términos netos, supuso una mejora del saldo estructural de 0,5 pp, hasta alcanzar el –0,7% del PIB.

Ningún país sobrepasó el límite del 3% del PIB de déficit...

La mayor parte de los países del área mejoró su posición fiscal en 2007, aunque esta se deterioró en Bélgica, Francia, Grecia y, sobre todo, Irlanda. En particular, en los dos países con

UEM: POLÍTICA FISCAL

GRÁFICO 4.4



FUENTE: Comisión Europea.

a. Datos provisionales.
b. Cálculos de la Comisión Europea. La línea de puntos discontinuos representa la consolidación estructural anual mínima acordada en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para los países con desequilibrios fiscales (reducción del déficit estructural de, al menos, el 0,5% del PIB).

procedimientos de déficit excesivo (PDE) abierto —Italia y Portugal— la corrección fue sustancial, hasta situar el déficit por debajo del límite del 3% del PIB establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), por lo que, por primera vez desde el año 2000, ningún país de la zona del euro sobrepasó dicho límite. Además, durante el pasado año se derogaron los PDE a cuatro países (Francia, Alemania, Grecia y Malta) y se espera que la Comisión recomiende al Consejo el cierre de los PDE de Italia y Portugal.

pero los avances en la reducción del déficit estructural han sido limitados...

En contraposición al éxito que ha supuesto la implementación del brazo disuasivo del PEC, los resultados de su brazo preventivo han sido más limitados. Así, de entre los seis países miembros de la UEM que a comienzos de 2007 no se encontraban en situación de déficit excesivo, pero seguían mostrando desequilibrios presupuestarios, solo Alemania y Eslovenia han conseguido reducir el déficit estructural en, al menos, un 0,5% del PIB (véase gráfico 4.4). Además, Holanda e Irlanda, que partían de un superávit estructural en 2006, han empeorado

significativamente su posición fiscal, contrariamente a la recomendación de evitar políticas fiscales procíclicas.

y los nuevos programas de estabilidad no anticipan mayores esfuerzos de consolidación fiscal en 2008...

De acuerdo con la agregación de los objetivos contenidos en los programas de estabilidad nacionales presentados el pasado otoño, el déficit presupuestario agregado del área del euro se elevará en 2008 hasta el 0,9% del PIB, como resultado de una disminución de los ingresos en porcentaje del PIB debida a ciertos recortes impositivos (principalmente, del impuesto sobre sociedades en Alemania y de las contribuciones a la Seguridad Social en Alemania y Francia), solo parcialmente contrarrestada por la reducción del gasto (en tres décimas de PIB). Por países, cabe destacar que, en sus últimos programas de estabilidad, Francia e Italia prevén una escasa corrección de su déficit fiscal —que se mantendría en valores cercanos al 3% en 2008— y un retraso en los esfuerzos de consolidación fiscal hasta 2009, posponiendo el cumplimiento de los objetivos presupuestarios de medio plazo (MTO, en sus siglas en inglés) hasta 2011 en el caso de Italia y hasta 2012 en el de Francia. Asimismo, el progreso en otros países que no han cumplido aún los MTO será, en promedio, limitado, incluso con un deterioro de la posición fiscal en algunos casos.

a pesar de los compromisos adquiridos el pasado año para reforzar el brazo preventivo del PEC.

La insuficiencia de los esfuerzos de consolidación fiscal por parte de los países miembros debilita los compromisos adquiridos en 2007 para reforzar el brazo preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En particular, el 20 de abril del pasado año, los ministros de Economía y Finanzas reafirmaron su adhesión a los principios de una política fiscal saneada que propugna el PEC y su compromiso de aprovechar plenamente los períodos de crecimiento económico y los ingresos impositivos extraordinarios en pos de ese objetivo. Igualmente, los países del área del euro se comprometieron a lograr los MTO, a más tardar, en 2010. En el mismo sentido, el pasado 9 de octubre el ECOFIN adoptó unas conclusiones para mejorar la efectividad del PEC, entre las que destacan la prioridad de asegurar los progresos hacia una posición fiscal sostenible y la necesidad de tener en cuenta más adecuadamente la sostenibilidad fiscal a largo plazo en los MTO.

Las perspectivas fiscales para 2008 están sujetas a la incertidumbre asociada a las turbulencias financieras y a la desaceleración económica.

La necesidad de llevar a la práctica con rigor los compromisos adquiridos en relación con el fortalecimiento del brazo preventivo del PEC es aún mayor si se tiene en cuenta que los programas de estabilidad publicados en otoño no incorporaban plenamente el deterioro más reciente de las perspectivas económicas del área. De este modo, el panorama fiscal es particularmente incierto, a causa de unas expectativas de crecimiento más débil y de la existencia de elevados riesgos a la baja, cuyo impacto en los ingresos y gastos públicos resulta difícil de anticipar.

El logro de la sostenibilidad fiscal en el largo plazo requiere profundizar en la consolidación fiscal, la mayor eficiencia del gasto y las reformas estructurales.

Además, el mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas resulta imprescindible para garantizar su sostenibilidad en el largo plazo ante los retos derivados del envejecimiento poblacional. Se reafirma así la necesidad de profundizar en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales que promuevan el crecimiento y el empleo, así como en la mejora de la eficiencia en todas las áreas del gasto público.

2.2 LAS POLÍTICAS ESTRUCTURALES

La Estrategia de Lisboa renovada cumple el primer ciclo y las reformas estructurales europeas y nacionales comienzan a dar frutos.

En 2007 se cumplió el primer ciclo de tres años de la renovada Estrategia de Lisboa, cuyo relanzamiento en 2005 había adoptado como prioridades el crecimiento económico sostenible y el empleo, y había establecido una división más clara de las responsabilidades comunitarias y nacionales. En su conjunto, las políticas estructurales acometidas en este período han propiciado un uso más intensivo del factor trabajo y han contribuido a la mejora de las perspectivas económicas. De este modo, la Comisión Europea ha valorado globalmente de forma positiva la puesta en práctica de los Programas Nacionales de Reforma (PNR) diseñados para el período 2005-2008, en particular en lo que atañe al compromiso de los gobiernos naciona-

les con los objetivos de la renovada Estrategia de Lisboa. No obstante, los logros avanzan a ritmos diferenciados en los cuatro grandes ámbitos de actuación: potenciar la participación en el mercado de trabajo, incrementar la competencia (particularmente, en los servicios), impulsar la iniciativa empresarial e invertir en conocimientos e innovación.

Se constatan progresos en materia de empleo, que se atribuyen, en parte, a las reformas estructurales.

Con respecto al mercado de trabajo, en 2007 volvió a producirse un fuerte crecimiento del empleo —más de 2,3 millones de puestos de trabajo— y la tasa de ocupación se situó en el 66%, acercándose al objetivo de Lisboa del 70% en el año 2010.

Parte de estos logros cabe atribuirlos a las reformas estructurales acometidas en los últimos años, que se han dirigido a modificar los sistemas fiscales, los regímenes de la seguridad social y, en menor medida, los beneficios sociales. Así, por ejemplo, por el lado de las políticas impositivas, los países han tratado de reducir la cuña impositiva —diferencia entre el coste salarial bruto soportado por el empleador y la renta neta recibida por el trabajador—, con disminuciones de los tipos impositivos en Italia, España y Holanda o con deducciones en la cuota para los tramos de renta más bajos en Francia e Irlanda. Además, se han recortado las contribuciones a la seguridad social en un amplio número de países.

Por lo que se refiere a los grupos sociales prioritarios para el fomento del empleo, hay que destacar que el índice de empleo femenino ha mejorado, hasta situarse en el 58%, cerca del objetivo del 60%. En el caso de los trabajadores de más edad, y a pesar de las reformas de los regímenes de pensiones y de jubilación anticipada en algunos países, la tasa de ocupación se sitúa en el 44%, aún lejos del objetivo del 50% para 2010. Finalmente, la tasa de empleo juvenil es todavía reducida, en torno al 38%.

Se acuerdan unos principios comunes sobre el modelo de *flexiguridad* en los mercados de trabajo.

La *flexiguridad* —estrategia para mejorar conjuntamente la flexibilidad y la seguridad en los mercados de trabajo[2]— se ha convertido en un desafío fundamental para lograr unos mercados de trabajo más abiertos y con una mayor capacidad de adaptación. Siguiendo la recomendación del Consejo Europeo, la Comisión Europea estableció en 2007 los principios comunes que deberán ser una referencia en la elaboración de los PNR nacionales, teniendo en cuenta que las condiciones laborales y el marco institucional de cada país hacen necesaria cierta adaptación en la aplicación de estos principios. Más concretamente, las medidas deben fomentar, por un lado, acuerdos contractuales más flexibles; en segundo lugar, estrategias de formación continua a lo largo de toda la vida laboral; en tercer lugar, políticas activas de empleo que faciliten la adaptabilidad de los trabajadores; y, finalmente, sistemas de seguridad social modernos que incentiven el empleo y la movilidad de los trabajadores sin descuidar la protección social.

Hasta el momento, los países de la UEM han avanzado de forma desigual en estos cuatro campos. En particular, destacan Austria, Finlandia, Irlanda y Holanda, por haber progresado hacia un planteamiento integrado de *flexiguridad.* En relación con los acuerdos contractuales, se han aprobado medidas que fomentan una mayor flexibilidad en la jornada laboral y la descentralización de la negociación salarial, aunque modestamente y en pocos países. Con respecto a las políticas activas, países como Austria y Bélgica han impulsado la formación de desempleados, los programas de asistencia en la búsqueda de empleo y de incentivos para la contratación de parados de larga duración. Finalmente, los sistemas de seguridad social han mejorado, aunque de forma tímida y concentrada en los sistemas de pensiones (por ejemplo, en Alemania y Bélgica).

---

2. Véase «La flexiguridad como modelo para los mercados de trabajo europeos», *Boletín Económico,* noviembre de 2007.

La reducida movilidad transfronteriza de los trabajadores motivó iniciativas comunitarias.

Por otra parte, la falta de avances en relación con la movilidad transfronteriza de trabajadores motivó el lanzamiento de dos iniciativas en el ámbito comunitario a finales de 2007. Por un lado, el *Plan de Acción Europeo sobre la Movilidad Laboral*, con medidas específicas para elevar el número de ciudadanos que trabajan fuera de su Estado miembro (que se cifra actualmente en torno al 2%). Por otro lado, el *Marco Europeo de Calificaciones*, al que deben converger los sistemas nacionales de calificación antes de 2010, que pretende adecuar los planes de educación y formación con las necesidades del mercado laboral.

Las mejoras en materia de competencia requerirán mayores esfuerzos en el sector servicios

Un segundo elemento necesario para lograr un mayor crecimiento potencial es el fomento de la competencia, que permitiría mejorar la eficiencia productiva, redundaría en una presión a la baja sobre los precios y generaría incentivos para invertir e innovar. Para ello, la extensión y la profundización en el mercado interior europeo continúan siendo una prioridad, particularmente en el sector servicios, que concentra alrededor del 70% del empleo y del valor añadido de la economía. En este sentido, tras el definitivo impulso que supuso la adopción de la Directiva de Servicios en 2006, que deberá ser aplicada por los Estados miembros antes de diciembre de 2009, los países han realizado ya algunos avances, aunque el recorrido pendiente es largo.

Los esfuerzos en la apertura de industrias y servicios de red son todavía limitados y la Comisión Europea da un nuevo impulso a la política energética europea.

Así, la apertura de industrias y de servicios de red a la competencia ha sido lenta y aún subsisten importantes obstáculos a la entrada en el mercado. En los servicios de red se han llevado a cabo algunas medidas significativas en los sectores del ferrocarril y de la energía en Holanda, y de las telecomunicaciones en Grecia, Finlandia y Eslovenia. A nivel comunitario, en septiembre de 2007 se dio un nuevo impulso a la Política Energética Europea con la adopción, por parte de la Comisión Europea (CE), de un paquete de medidas encaminadas a asegurar el abastecimiento energético, fortalecer la competencia, y promover la sostenibilidad ambiental y luchar contra el cambio climático. Las propuestas legislativas incluyen la separación de las actividades de transmisión y generación de energía con el propósito de reforzar la competencia.

Se implementan algunas reformas, no muy ambiciosas, en los sectores minorista y de servicios profesionales.

En el sector del comercio minorista se han tomado algunas medidas, aunque existen diferencias notables entre los países, particularmente en la regulación de los horarios de apertura. No obstante, la competencia en los servicios profesionales es todavía insuficiente.

En la integración de los mercados financieros los progresos son más apreciables, destacando la creación de la SEPA.

Finalmente, en el ámbito financiero ha habido avances notorios, a pesar de lo cual, la Comisión, en el contexto de la valoración de los PNR, ha recomendado esfuerzos adicionales que promuevan la plena integración de los mercados financieros y la competencia en los servicios financieros al por menor.

En abril de 2007 se adoptó la *Directiva sobre servicios de pago*, cuyo principal objetivo es garantizar que los pagos en la UE —mediante transferencias, domiciliaciones y tarjetas— se realicen con la misma facilidad, eficiencia y seguridad que los que tienen carácter nacional, estableciendo el marco jurídico necesario para la creación de la *Zona Única de Pagos para el Euro* (SEPA). Por otro lado, la aplicación del *Plan de Acción para los Servicios Financieros* (FSAP) por parte de los Estados miembros está casi completada. La *Directiva sobre mercados de instrumentos financieros* (MiFID) entró en vigor en noviembre y la *Directiva sobre transparencia* está pendiente de transponerse en algunos países.

Las turbulencias financieras han revelado algunas debilidades en el funcionamiento de los

Por otra parte, el período de inestabilidad financiera ha puesto de manifiesto algunas debilidades en el funcionamiento de los mercados financieros, cuya mejora es importante para restablecer la confianza y promover su buen funcionamiento. En este sentido, el Consejo Ecofin de

mercados, que han dado lugar a iniciativas como la hoja de ruta propuesta por el Consejo Ecofin.

octubre estableció una hoja de ruta que identificaba como prioridades el incremento de la transparencia, la mejora de los criterios de valoración de los activos poco líquidos, el fortalecimiento del marco prudencial de supervisión y el perfeccionamiento de los mercados de deuda no organizados y del papel de las agencias de calificación crediticia.

Sobre el objetivo de favorecer la iniciativa empresarial, se han dado algunos pasos, aunque tímidos.

El tercer elemento para estimular el crecimiento está relacionado con el fomento de la iniciativa empresarial, cuyo impacto sobre la productividad y la innovación es fundamental, particularmente en las industrias de alta tecnología. En este sentido, en un gran número de países de la UEM ya es posible registrar una empresa en el plazo de una semana a través de instrumentos como las ventanillas únicas, y se han dado pasos importantes en la mejora de la reglamentación. Además, el coste de crear una empresa se ha reducido considerablemente en la UE 15, y se sitúa en 485 euros de media, frente a 813 euros en 2002. No obstante, todavía hay margen para reducir las cargas administrativas, especialmente para las PYME.

El fomento de la innovación requerirá también un sustancial incremento de los recursos nacionales...

Las reformas de los mercados de productos y de trabajo necesitan políticas que ayuden a la difusión del cambio tecnológico y a la innovación. En este sentido, el gasto en I+D en la UEM es insuficiente (1,9% del PIB en 2006), con importantes diferencias por países, que son difíciles de valorar debido a las divergencias en la especialización industrial. Solamente Finlandia supera el objetivo del 3% del PIB, y Alemania, Francia y Austria gastan más de un 2%.

En este contexto se enmarca también la necesidad de mejorar la calidad de las finanzas públicas con una recomposición del gasto hacia la inversión productiva, al tiempo que se mejoran los mecanismos de vigilancia para garantizar la eficiencia del gasto en I+D. Asimismo, con el fin de hacer estas inversiones más efectivas, es necesario mejorar el nivel educativo y la formación de la fuerza laboral.

aunque en 2007 hubo algunas importantes iniciativas en el ámbito europeo.

En la Unión Europea, el *Séptimo Programa Marco para la Investigación y el Desarrollo Tecnológico* promueve políticas de impulso a la innovación y constituye el instrumento básico para financiar estas actividades en el período 2007-2013, incluyendo incentivos para la participación de las PYME. En este sentido, el *instrumento de financiación de riesgo compartido* (RSFF) promoverá la investigación y la innovación en Europa. Por otro lado, en 2007 se creó una red, que será operativa en 2008, para favorecer el acceso de las PYME a los beneficios del mercado único.

En la lucha contra el cambio climático se acuerdan unos objetivos que requerirán un gran esfuerzo.

Por último, muchos países no han avanzado en el cumplimiento de los objetivos de Kioto y tendrán que hacer un esfuerzo importante para alcanzar los ambiciosos objetivos acordados en el Consejo Europeo de la primavera de 2007. En relación con estos compromisos, relativos a las emisiones de gases de efecto invernadero, energías renovables y eficiencia energética, la Comisión presentó en noviembre un Plan Estratégico Europeo de Tecnología Energética.

En resumen, las políticas estructurales nacionales y europeas han ido por buen camino, aunque el recorrido pendiente es todavía largo.

Por tanto, las reformas estructurales acometidas en la UEM han favorecido la consecución de importantes progresos en áreas tales como la regulación de los mercados, reformas impositivas sobre rentas salariales y, más tímidamente, en políticas para fomentar la innovación. Sin embargo, no todos los países han emprendido las reformas con la misma determinación. En particular, apenas se han introducido medidas relacionadas con la apertura de los mercados y la lucha contra la segmentación del mercado laboral.

El segundo ciclo de la Estrategia de Lisboa renovada, que abarca el trienio 2008-2010, ya cuenta con unas Directrices Integradas para el Crecimiento y el Empleo, aprobadas en el Consejo Europeo de marzo de 2008, y con un Programa Comunitario de Lisboa, que detalla las nuevas iniciativas en el ámbito de la UE. Los desarrollos durante esta nueva etapa serán

importantes para minimizar el impacto de la inestabilidad financiera internacional y del aumento de los precios, en un contexto menos favorable debido a la ralentización económica global, que no debería ir en detrimento de las reformas estructurales. Lograr unos mercados de trabajo y de productos más flexibles y eficientes es un requisito fundamental para el adecuado funcionamiento de la Unión Monetaria y, en el contexto actual, para responder a los retos y a las oportunidades que se derivan de la globalización económica, el cambio tecnológico y el envejecimiento de la población.

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

3.1 LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Durante la primera mitad de 2007 continuó el proceso de ajuste de las condiciones monetarias que se había iniciado a finales de 2005, en un contexto caracterizado por el vigor de la economía de la zona del euro y por la aparición de presiones inflacionistas. Así, el Consejo de Gobierno del BCE elevó los tipos de interés oficiales en 25 pb en sus reuniones de marzo y junio, de forma que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación se situaba en el 4% a mediados de año (véase gráfico 4.5).

En la primera parte del año, el BCE prosiguió la reducción del grado de holgura de las condiciones monetarias.

Las tensiones financieras detuvieron el proceso de aumentos de los tipos oficiales y se creó un entorno de extraordinaria incertidumbre.

La irrupción de las tensiones financieras durante el verano originó un período de extraordinaria incertidumbre económica derivada de las dificultades para determinar el alcance y la profundidad del episodio, así como sus efectos sobre la economía europea. El mercado monetario, pieza fundamental en la instrumentación y en la transmisión de la política monetaria, se vio particularmente afectado en el segmento de operaciones sin garantía, donde se produjeron una repentina pérdida de liquidez y un incremento de las primas de riesgo. Además, como se resalta en el epígrafe siguiente, los diferenciales de los bonos corporativos repuntaron y los bancos tendieron a endurecer sus criterios de oferta de préstamos, lo que, unido a la apreciación del euro, produjo un tensionamiento de facto de las condiciones monetarias del área, a pesar del desvanecimiento de las expectativas de subidas sucesivas de los tipos de interés. En estas circunstancias resultaba muy complejo calibrar el tono adecuado de la política monetaria.

Las perspectivas para el crecimiento en el área del euro acabaron moderándose, dentro de una posición sólida, al tiempo que se seguían identificando riesgos al alza para la estabilidad de precios.

Aunque la economía europea partía de una posición sólida para afrontar el cambio en la coyuntura internacional, la prolongación en el tiempo de la situación de inestabilidad financiera, la brusca desaceleración de la economía americana y la apreciación del euro terminaron por producir, hacia finales de 2007 y principios de 2008, un deterioro de las perspectivas de crecimiento económico en la zona del euro.

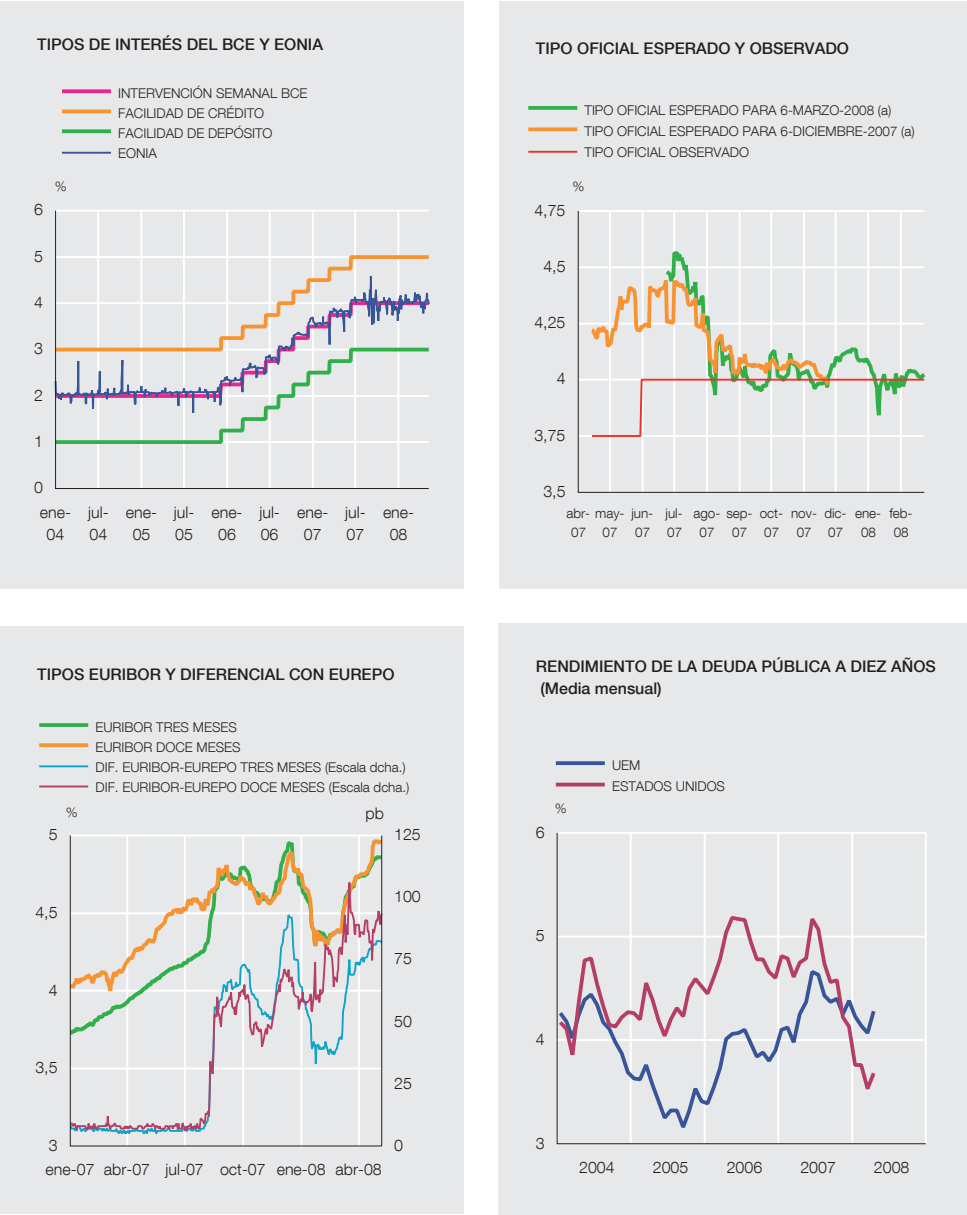
De forma simultánea, los riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo se intensificaron. No obstante, el repunte en la inflación, que, por sus características, se esperaba que fuera transitorio, no parecía haber desencadenado efectos de segunda ronda sobre los salarios y los precios, y las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

Desde junio, el BCE dejó sin cambios los tipos de interés oficiales en el 4%.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE no modificó los tipos de interés en el segundo semestre de 2007 ni tampoco en las primeras reuniones de 2008. En unas condiciones de extremada incertidumbre y de riesgos al alza para la estabilidad de precios, el Consejo reiteró su firme disposición a actuar para prevenir que esos riesgos a medio plazo se materializaran e insistió en la importancia de mantener las expectativas de inflación suficientemente ancladas. El mantenimiento de los niveles de los tipos de interés oficiales, en las nuevas condiciones de tensión financiera, contribuirá positivamente a la consecución de esos objetivos.

TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 4.5



FUENTE: Banco Central Europeo.

a. A partir de los futuros sobre el EONIA cotizados para esa fecha, descontando una prima.

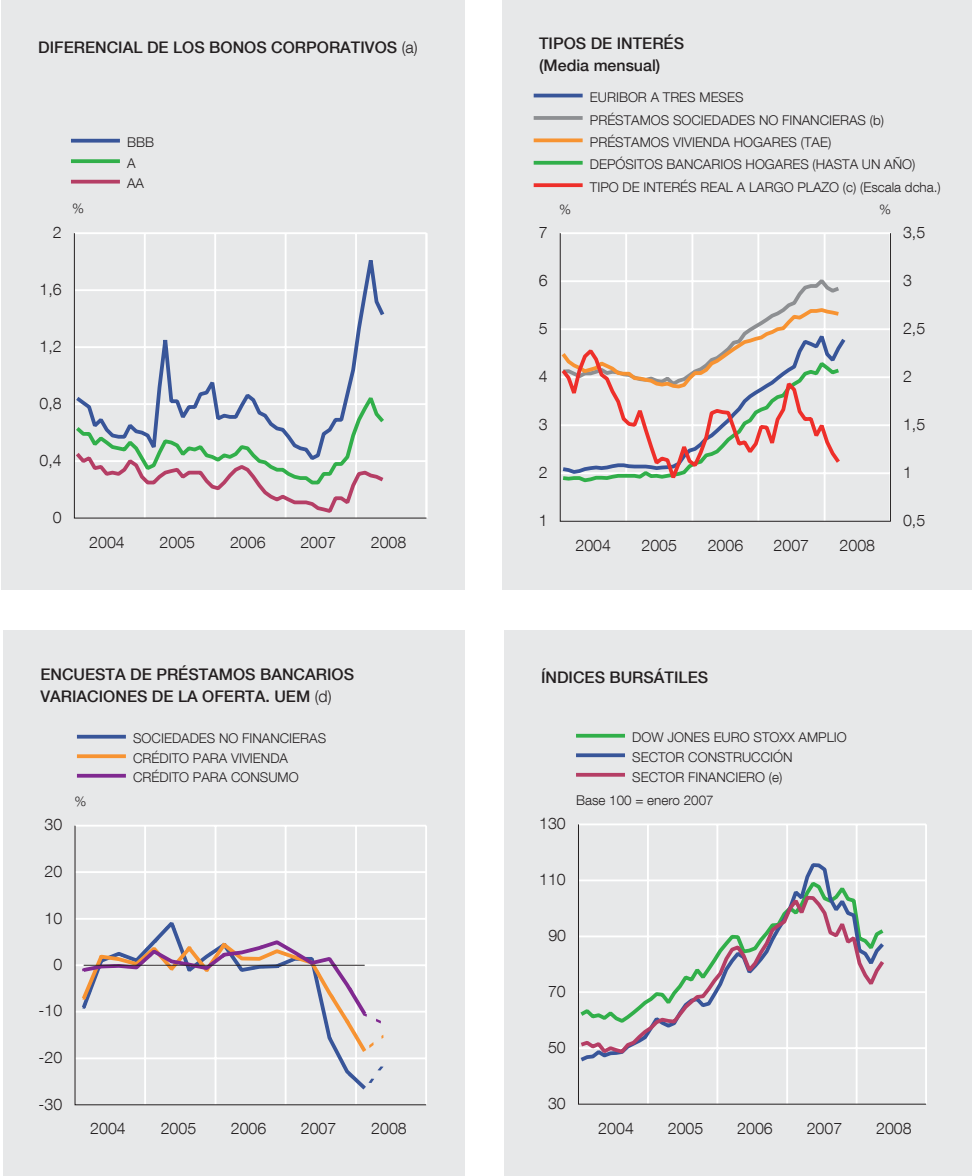
3.2 LA EVOLUCIÓN FINANCIERA EN LA ZONA DEL EURO

Las tensiones financieras en el verano truncaron la favorable evolución de los mercados de capitales.

Durante la primera parte del año, los mercados financieros de la UEM se caracterizaron por un clima de optimismo, que se interrumpió en el verano por los problemas en el mercado hipotecario de Estados Unidos y su rápida traslación a los mercados de capitales. Al igual que en otros mercados internacionales, el precio de los activos financieros en la zona del euro comenzó a reflejar la repentina revisión al alza en la valoración de los riesgos y determinados segmentos sufrieron una brusca pérdida de liquidez. Los instrumentos más afectados por este proceso fueron, además de los depósitos interbancarios sin garantía, los valores de renta fija privada en general, aunque de manera particular las emisiones de empresas financieras y las de peor calidad crediticia. El episodio de inestabilidad experimentó una mejora transitoria en septiembre y principios de octubre, pero la situación se agravó a finales de año y, con diferentes fluctuaciones en su intensidad, ha persistido en 2008, extendiéndose a otros mercados e instrumentos financieros.

CONDICIONES FINANCIERAS EN LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 4.6



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Emitidos por sociedades no financieras y denominados en euros. Diferencial con respecto a los bonos con calificación crediticia AAA.
b. Operaciones nuevas de préstamos hasta un millón de euros.
c. Diferencia entre los tipos de interés nominales a diez años y la tasa de inflación media centrada en los últimos cinco años.
d. Indicador = % entidades que señalan aumento considerable + % entidades que señalan cierto aumento × 0,5 – % entidades que señalan un cierto descenso × 0,5 – % entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo (negativo) significa un aumento (disminución) de la oferta de los créditos de las entidades respecto al trimestre anterior. Las líneas discontinuas indican las previsiones para el siguiente trimestre.
e. Calculado como el promedio de bancos, seguros y servicios financieros.

Los mercados monetarios se vieron particularmente afectados, con una pérdida de liquidez y un súbito aumento de las primas de riesgo que obligaron al BCE a intervenir.

Durante la primera mitad de 2007, las rentabilidades negociadas en el mercado interbancario mostraron una tendencia ascendente en todos sus plazos que reflejaba el tono más restrictivo de la política monetaria y las perspectivas de aumentos adicionales en los tipos oficiales. Las turbulencias financieras hicieron desvanecerse dichas expectativas, al tiempo que provocaron un súbito repunte de la volatilidad y de los tipos negociados en el mercado de depósitos interbancarios sin garantía. Así el diferencial de rentabilidad entre las transacciones sin garantía (EURIBOR) y con garantía (EUREPO) se situó en niveles muy elevados, que llegaron a los 90 pb en las operaciones a tres meses (véase gráfico 4.5). El BCE tuvo que intervenir para esta-

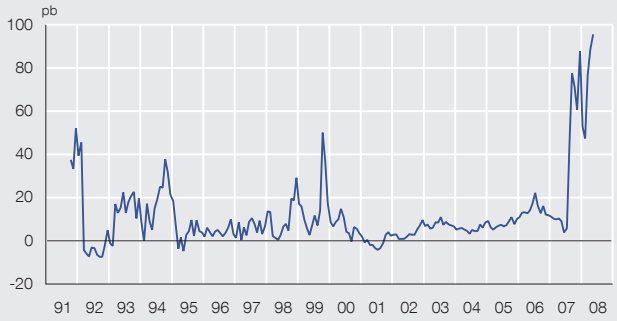
LAS INTERVENCIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO DURANTE EL PERÍODO DE INESTABILIDAD FINANCIERA

RECUADRO 4.2

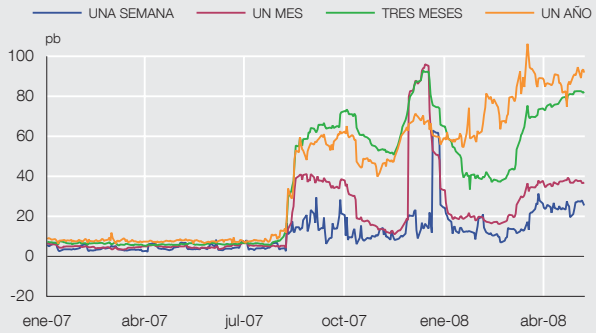
El marco operativo de la política monetaria del BCE está diseñado para permitir el control de los tipos de interés a muy corto plazo en torno al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación (OPF)[1]. Para ello, el banco central determina su oferta de liquidez dependiendo de las necesidades de fondos del sistema bancario, que vienen determinadas fundamentalmente por el requisito de reservas mínimas y por la evolución de los denominados factores autónomos. A partir de ahí, los mercados monetarios constituyen el primer eslabón de la cadena de transmisión de la política monetaria. Su adecuado funcionamiento es, pues, un requisito indispensable para que los impulsos de política monetaria se trasladen a lo largo de la curva de rendimientos, hasta afectar a los tipos de interés relevantes para las decisiones de ahorro e inver-

1. El marco operativo del Eurosistema define los instrumentos y los procedimientos que permiten realizar dicho control a través de la gestión de la liquidez del sistema bancario. Para una descripción detallada, véase *La aplicación de la política monetaria en la zona del euro*, documento del BCE de septiembre de 2006.

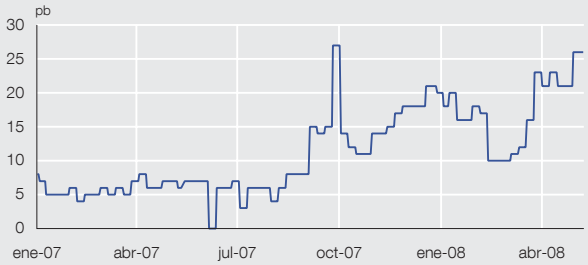
1 DIFERENCIAL EN ALEMANIA: INTERBANCARIO A TRES MESES – LETRAS DEL TESORO A TRES MESES



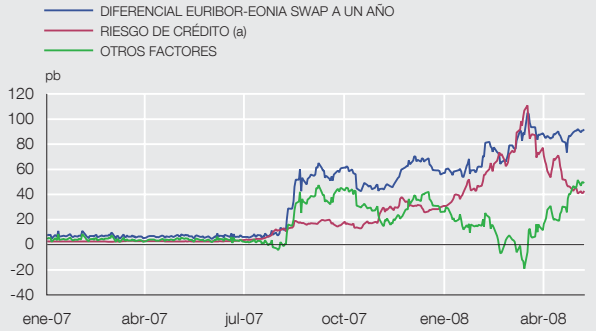
2 DIFERENCIAL EURIBOR – REPO



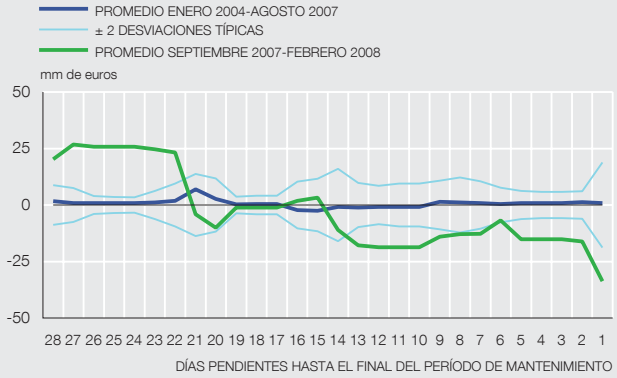
3 OPERACIONES PRINCIPALES DE FINANCIACIÓN: DIFERENCIAL TIPO MARGINAL – TIPO MÍNIMO



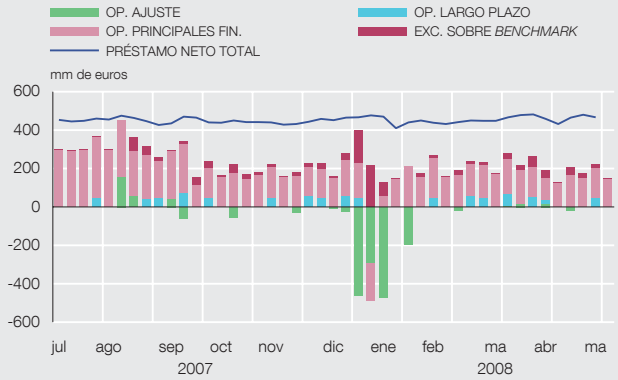
4 DESCOMPOSICIÓN DEL DIFERENCIAL INTERBANCARIO A DOCE MESES



5 EXCESO DE RESERVAS DENTRO DEL PERÍODO DE MANTENIMIENTO



6 OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO: VOLUMEN ADJUDICADO (b)



FUENTES: Banco Central Europeo, Datastream y Bloomberg.

a. Media de las primas de una estimación de los *Credit Default Swaps* a un año sobre una muestra de los bancos que determinan el tipo de interés del EURIBOR.
b. Datos semanales. Las operaciones discrecionales de ajuste fino suelen tener un plazo de un día. Cuando hay varias subastas en una semana, se acumula el volumen adjudicado, aunque se trate de renovaciones que no afectan al préstamo neto.

sión y, en definitiva, para la consecución del objetivo de estabilidad de precios.

Las tensiones financieras iniciadas en el verano de 2007 impactaron de forma repentina y notoria en la actividad de los mercados monetarios de los países afectados por este episodio, incluido el de la zona del euro. Las entidades rehusaron prestarse fondos en un contexto de desconfianza, elevada demanda de liquidez y extraordinaria incertidumbre sobre la necesidad y la disponibilidad futura de fondos. Como resultado, el mercado interbancario sufrió un notable incremento de la volatilidad y un pronunciado repunte de las primas por riesgo hasta niveles históricamente altos (véase gráfico 1). La inestabilidad afectó a todo el espectro de plazos del mercado, incluido el muy corto plazo, aunque de forma más intensa a los vencimientos superiores a un mes (véase gráfico 2). Además, las mayores necesidades de liquidez se manifestaron en un aumento del tipo marginal de las OPF (véase gráfico 3). Esta situación se agravó en diciembre, por el temor de las entidades a no poder cubrir las mayores necesidades de recursos que se producen al final de año, y, con algunas fluctuaciones, las tensiones han persistido hasta la actualidad. Resulta interesante destacar, además, que, aunque los problemas de liquidez contribuyeron a explicar el repunte de las rentabilidades, a medida que avanzó el episodio el aumento del riesgo de contrapartida determinó de forma importante la evolución del mercado (véase gráfico 4).

En este contexto, y como corresponde a un banco central que controla los tipos de interés a muy corto plazo, el BCE acomodó su oferta de fondos a las necesidades del sistema bancario, minimizando de esta manera los efectos de las turbulencias sobre la gestión de la liquidez por parte de las entidades. Esta política fue acompañada de una estrategia de comunicación con la que transmitía su disposición a satisfacer la demanda de reservas, eliminando así este elemento de incertidumbre y contribuyendo a la relajación de los precios. Así, por ejemplo, la preferencia de las instituciones por acumular reservas relativamente temprano en los períodos de mantenimiento hizo que el BCE adjudicara un volumen de recursos relativamente elevado en esos momentos, teniendo posteriormente que realizar operaciones de ajuste fino para eliminar el exceso de liquidez, que se ponía de manifiesto en presiones a la baja sobre el tipo de interés a muy corto plazo (véase gráfico 5). La inyección de fondos por parte del BCE se realizó a través tanto de operaciones discrecionales como de las subastas regulares, que, en el caso de las OPF, se caracterizaron por una adjudicación de recursos por encima de las cantidades consideradas como neutrales o *benchmarks* (véase gráfico 6)[2]. Finalmente, el BCE también actuó de forma coordinada con otros bancos centrales y estableció un acuerdo con la Reserva Federal para proporcionar financiación en dólares a través de una línea *swap*. Dicho acuerdo se extendió en marzo y en mayo de 2008 como consecuencia de un renovado tensionamiento en los mercados monetarios internacionales.

A diferencia de lo ocurrido en otros países, el Eurosistema no necesitó modificar su marco operativo para afrontar la situación, lo que ha puesto de manifiesto su adecuado diseño para actuar en momentos de estrés. La existencia de un amplio número de entidades de contrapartida y de activos admisibles como colateral en las operaciones de mercado abierto permitió que estos aspectos no interfirieran en la gestión. Antes al contrario, ayudaron a que la distribución de liquidez fuera más eficaz y tuviera un gran alcance. En este sentido, es importante subrayar que la comparación de la magnitud de las intervenciones del Eurosistema con lo observado en otros países puede llevar a confusión. El importe relativamente voluminoso de las adjudicaciones en la zona del euro no tiene que ver con el episodio de inestabilidad, sino con determinadas características institucionales del sistema europeo que hacen que, en condiciones normales las necesidades de liquidez sean mayores que en USA.

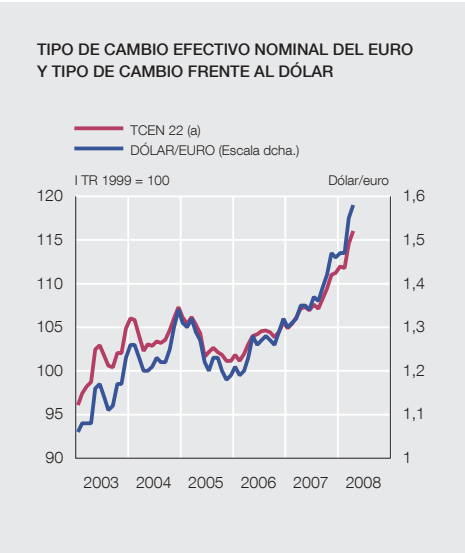
Además, la flexibilidad que proporciona el marco operativo ha sido un elemento clave para responder con rapidez a la demanda de fondos por parte del sistema bancario y garantizar que las intervenciones no tuvieran un efecto expansivo indeseado sobre las condiciones monetarias del área y favorecieran la estabilización de los mercados. Así, el suministro de liquidez se combinó de forma ágil con operaciones de drenaje, de manera que el préstamo total concedido al sector bancario no experimentó cambios en términos de volumen, aunque sí en su perfil temporal y plazo de vencimiento. Como ya se ha comentado anteriormente, las entidades tendieron a acumular reservas relativamente temprano dentro de los períodos de mantenimiento y mostraron un mayor interés por las operaciones a más largo plazo con el objetivo de reducir las necesidades de liquidez futuras. La flexibilidad del marco operativo quedó también patente al alargar el plazo de la OPF del 19 de diciembre hasta las dos semanas para que su vencimiento se produjera tras el cambio de año.

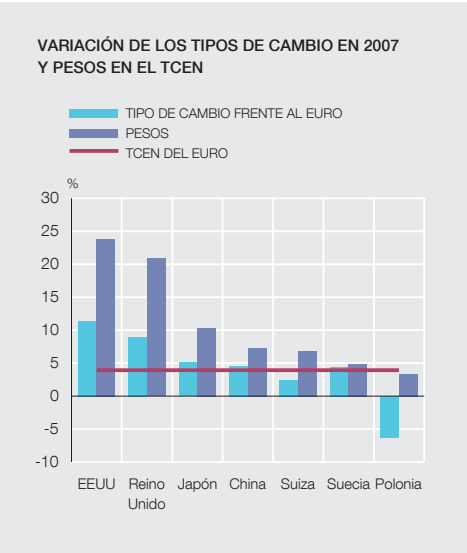
Los anuncios y la ejecución de las actuaciones lograron atenuar las presiones al alza sobre los tipos de interés de los depósitos interbancarios no garantizados, especialmente sobre los plazos más cortos. No obstante, todavía persiste una elevada prima de riesgo de crédito en el mercado interbancario, particularmente en los plazos más largos, que está asociada a la prolongación de las turbulencias financieras y a la falta de confianza. La disminución de esta prima solo puede producirse con una recuperación de la confianza entre las entidades.

2. Por ejemplo, entre el 9 y el 14 de agosto el BCE llevó a cabo operaciones de ajuste fino a un día de forma sucesiva, con una adjudicación de casi 95 mm de euros el primer día y de 8 mm de euros el último. El 23 de agosto y el 12 de septiembre realizó dos operaciones a más largo plazo extraordinarias, con una provisión de 40 mm de euros y de 75 mm de euros, respectivamente, y que se han ido renovando hasta la actualidad. Finalmente, la OPF del 19 de diciembre fue precedida del anuncio de que se atenderían todas las pujas iguales o por encima del tipo medio ponderado de la anterior subasta, es decir, el 4,21%, lo que conllevó una adjudicación de 218 mm de euros.

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DEL EURO

GRÁFICO 4.7





FUENTES: Banco Central Europeo y Comisión Europea.

a. EL TCEN 22 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a 22 países: los pertenecientes a la UE 27 que no son miembros de la UEM en 2008 más Estados Unidos, Canadá, Australia, Noruega, Suiza, Japón, China, Hong Kong, Corea del Sur y Singapur.

bilizar los tipos a más corto plazo, aunque la inestabilidad en los vencimientos más largos ha perdurado durante 2008 (véase recuadro 4.2).

La deuda pública actuó como refugio, y las condiciones de financiación del sector privado se volvieron más restrictivas.

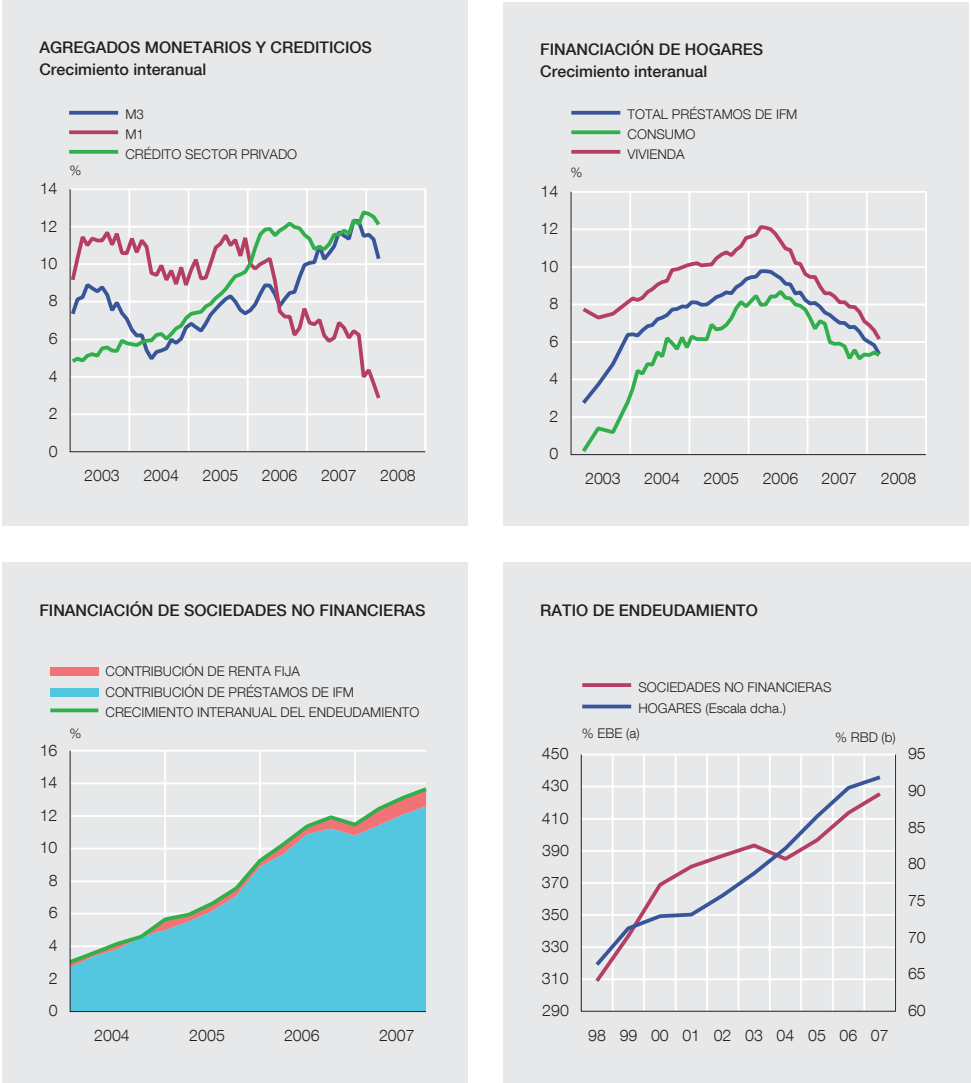
En los mercados de deuda pública, las favorables perspectivas económicas propiciaron el ligero ascenso de las rentabilidades durante la primera mitad del año, desde unos niveles de partida reducidos (el 4,1% en el caso del bono a diez años). Posteriormente, los brotes de inestabilidad financiera provocaron un aumento de la volatilidad y fomentaron la demanda de deuda pública como un activo refugio. A medida que avanzó el año, la reducción de la rentabilidad también comenzó a reflejar el deterioro del panorama macroeconómico y la aparición de expectativas de relajación de la política monetaria, sobre todo en Estados Unidos. La curva de rendimientos se aplanó y el tipo a diez años se situó en el 4,4% a finales de 2007, al tiempo que el diferencial de rentabilidad Estados Unidos-UEM se volvió negativo. Además, la búsqueda de calidad crediticia y liquidez dio también lugar a una ampliación de los diferenciales de la deuda pública dentro de la UEM.

El repunte de las primas de riesgo hizo que las condiciones de financiación en los mercados de deuda privada se volvieran más restrictivas (véase gráfico 4.6). Por otro lado, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito prolongaron la tendencia observada en 2006, con aumentos paulatinos a lo largo del ejercicio, reflejo de la transmisión de una política monetaria menos holgada y, en la segunda parte del año, también del impacto de las turbulencias. Además, como consecuencia de las tensiones financieras los bancos tendieron a endurecer las condiciones en su oferta de préstamos a finales de año, aunque, como se verá más adelante, esto fue compatible con avances relativamente elevados en la financiación.

Las bolsas también se vieron afectadas por las tensiones, de forma diferenciada por sectores.

En la primera parte de 2007 prevaleció un clima de optimismo, con aumentos significativos en las cotizaciones bursátiles. Sin embargo, las tensiones financieras provocaron, ya durante el verano, ajustes importantes, especialmente en las empresas constructoras y financieras, dentro de unos niveles de volatilidad elevados. No obstante, la corrección más significativa se produjo a comienzos de 2008, a medida que las perspectivas de los agentes económicos se

AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS GRÁFICO 4.8



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

vieron afectadas por la situación de inestabilidad financiera. En el conjunto de 2007, el índice EURO STOXX amplio aumentó cerca de un 5%, si bien los índices sectoriales de servicios financieros y de la construcción cayeron más del 6% y del 3%, respectivamente.

El tipo de cambio del euro se apreció significativamente.

El tipo de cambio del euro prolongó la trayectoria apreciatoria iniciada a finales de 2005, por lo que contribuyó a endurecer las condiciones monetarias en el área (véase gráfico 4.7). La revalorización del euro se intensificó con las tensiones financieras a medida que se constataba la desaceleración de la economía norteamericana y se revisaban las perspectivas de los tipos de interés. En el conjunto del año, la apreciación del euro fue cercana al 5% en términos efectivos nominales, con particular fortaleza en el intercambio frente al dólar y la libra esterlina, con revalorizaciones en torno al 11% y 9%, respectivamente.

Los agregados monetarios mantuvieron un elevado dinamismo.

Los agregados monetarios volvieron a presentar un elevado dinamismo en 2007, aunque los activos más líquidos se desaceleraron en consonancia con el aumento de los tipos de interés (véase gráfico 4.8). En cambio, el perfil plano de la curva de rendimientos y, en la segunda parte del año, el clima de incertidumbre habrían contribuido a explicar los eleva-

dos flujos de inversión hacia los depósitos a plazo y los valores a corto plazo. Por otra parte, las turbulencias complicaron el análisis de los cambios en M3, ya que algunos componentes se vieron directamente afectados. Así, por ejemplo, se generaron reembolsos en fondos del mercado monetario con vinculación (real o supuesta) a los productos estructurados que están en el epicentro de las tensiones. Además, las IFM recurrieron en mayor medida a los valores a corto plazo, debido, en parte, a las mayores dificultades para colocar emisiones a largo plazo.

La financiación a los hogares se desaceleró, mientras que el crédito a sociedades mantuvo un elevado vigor, que en la última parte del año contrastó con el endurecimiento de la oferta bancaria.

El crédito al sector privado mantuvo un elevado vigor en 2007, aunque con un perfil diferenciado por tipo de prestatario. Los préstamos a hogares ralentizaron su ritmo de crecimiento gradualmente, tanto los destinados a la adquisición de vivienda como al consumo, en sintonía con el aumento de los tipos de interés y la desaceleración del mercado inmobiliario en algunos países. En cualquier caso, su evolución resultó en un incremento del endeudamiento del sector.

El crédito a sociedades no financieras, en cambio, mostró un gran dinamismo en 2007, incluida la última parte del año, cuando las condiciones de oferta se endurecieron, según se desprende de la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB). De acuerdo con la EPB, se observó un fortalecimiento de la demanda en todos los trimestres, aunque con menos intensidad en los dos últimos, con carácter bastante generalizado por países (salvo en Irlanda y España). Entre los factores determinantes, la inversión tanto en capital fijo como en inventarios destacó todo el año. Sin embargo, con las turbulencias financieras las operaciones corporativas dejaron de sostener la demanda de préstamos bancarios, que, en cambio, se vio impulsada por las mayores dificultades para emitir valores. No obstante, los recursos obtenidos por las sociedades no financieras mediante valores en los mercados de renta fija fueron relativamente elevados, dentro de una cierta pauta de ralentización. Todo ello contribuyó a un aumento del endeudamiento de este sector.

Como se analiza en los capítulos 1 y 2, la actividad de la economía española fue perdiendo vigor a medida que transcurría el año 2007, debido, en primer lugar, al ajuste gradual de la inversión inmobiliaria, tras una larga fase de auge, y, en segundo lugar, a los efectos negativos generados por el episodio de inestabilidad financiera que surgió en el verano del año pasado. De esta forma, tras crecer a una tasa superior al 4% en el primer trimestre, la economía alcanzó un 3,5% en el último. En los primeros meses de 2008, el PIB se ha ralentizado de forma más pronunciada, hasta alcanzar una tasa interanual de crecimiento del 2,7% en el primer trimestre. Con todo, en el conjunto de 2007, el producto siguió mostrando un gran dinamismo, con una tasa de crecimiento del 3,8%, solo una décima por debajo de la registrada el año anterior. Además, esta expansión del PIB fue compatible con un reequilibrio de las fuentes de crecimiento, con una mejora de la aportación del sector exterior y con una desaceleración del gasto de las familias, al tiempo que la inversión empresarial se mantuvo bastante robusta. Como en años anteriores, el dinamismo de la economía española en 2007 continuó sosteniendo un sustancial aumento de la población, que, a su vez, siguió siendo un factor relevante para explicar el empuje tanto de la demanda como de la oferta. Así, la población activa mantuvo tasas de avance elevadas, algo por debajo del 3%, pero el notable incremento del empleo permitió no solo absorber ese aumento, sino también reducir ligeramente la tasa de paro, hasta el 8,3% en media anual, el mínimo de las dos últimas décadas, aunque repuntó en el cuarto trimestre y, de forma más significativa, en el primer trimestre de 2008, hasta el 9,6%. Por su parte, el superávit presupuestario se situó en el 2,2% del PIB, cuatro décimas por encima de la cifra de 2006. Pese a la mejora de la aportación exterior, las necesidades de financiación de la economía española continuaron aumentando en 2007, hasta alcanzar un 9,5% del PIB. Finalmente, la inflación en media del año se redujo hasta el 2,8%, frente al 3,5% de 2006, si bien el IPC mostró dos fases muy diferenciadas, con tasas por debajo del 2,5% hasta el verano, pero superiores al 4% al terminar el año y en los primeros meses de 2008, como consecuencia, sobre todo, del encarecimiento de la energía y de los alimentos.

1 Las políticas económicas

1.1 LAS CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS

Las condiciones monetarias se endurecieron en 2007…

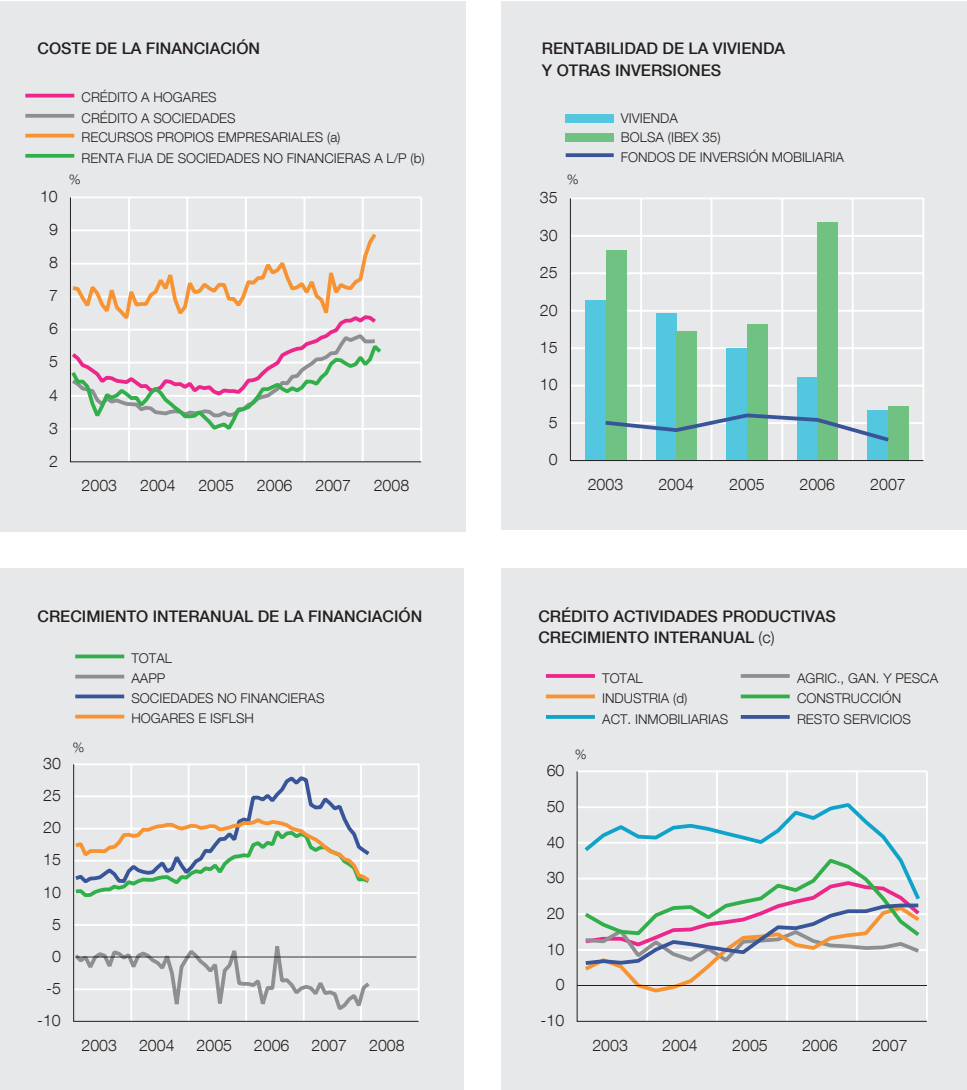
Durante 2007 las condiciones de financiación de los hogares y de las sociedades continuaron endureciéndose, como consecuencia del incremento de los tipos oficiales del BCE en el primer semestre y de los aumentos en los tipos de mercado provocados por el episodio de turbulencias financieras a partir del verano (véase gráfico 5.1). Así, en línea con la evolución de los mercados interbancarios, los tipos de interés del crédito crecieron en torno a un punto porcentual a lo largo del año. Además, las entidades fueron algo más restrictivas a la hora de la concesión de nuevos préstamos, especialmente tras el inicio de ese episodio y como consecuencia, principalmente, del proceso de reevaluación del riesgo que lo está acompañando. El coste de las emisiones de renta fija a medio y largo plazo por parte de las empresas también se elevó, debido al ascenso de la rentabilidad de la deuda pública y al repunte de las primas de riesgo crediticio que se observó durante la segunda parte del ejercicio. Por el contrario, el coste de los recursos propios empresariales mostraba en diciembre de 2007 niveles similares a los observados un año antes, aunque con posterioridad experimentó un repunte notable. El endurecimiento de las condiciones monetarias se vio impulsado, asimismo, por la apreciación del tipo de cambio del euro, que fue particularmente intensa frente al dólar.

lo que, junto con la desaceleración de la riqueza neta de los hogares, contribuyó a un menor dinamismo del gasto.

El ritmo de crecimiento de la riqueza neta de las familias siguió moderándose como consecuencia de la menor revalorización de los activos financieros y, especialmente, de la desaceleración del precio de la vivienda —que mostró una tasa de crecimiento interanual del 4,8% en diciembre de 2007, frente al 9,1% en el mismo período de 2006—, lo que contribuyó a frenar el avance del gasto del sector privado.

FINANCIACIÓN DE LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS

GRÁFICO 5.1



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

a. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
b. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo *swap* del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.
c. La titulización se incluye en la serie total, pero no en los distintos sectores, ya que no existe información para asignarla a los mismos.
d. No incluye construcción.

Se moderó el crecimiento del endeudamiento de los hogares y de las sociedades.

En este contexto de endurecimiento de las condiciones financieras y de ralentización de la riqueza de los hogares continuó el proceso de desaceleración gradual de la financiación ajena de las familias, que se inició en 2006. Así, la tasa de crecimiento interanual de los pasivos se redujo en 2007 en más de seis puntos porcentuales (pp), situándose al cierre del ejercicio por debajo del 13%, lo que contribuyó a moderar el avance de la ratio de endeudamiento. El ritmo de expansión de la financiación a sociedades se redujo con mayor intensidad (algo más de 10 pp), aunque al cierre del ejercicio seguía presentando niveles elevados, de cerca del 18% en términos interanuales. Esta evolución es consecuencia, fundamentalmente, de la desaceleración de los préstamos concedidos a las ramas de construcción y de servicios inmobiliarios, donde la reevaluación del riesgo por parte de las entidades de crédito ha sido más acusada,

ya que en otros sectores, como el industrial o el resto de servicios, se observó incluso cierto repunte en la financiación concedida en el conjunto de 2007. En todo caso, el dinamismo de los recursos ajenos hizo que la ratio de endeudamiento del sector continuara aumentando, aunque en menor medida que durante los años anteriores.

1.2 LA POLÍTICA FISCAL

Las medidas de política fiscal previstas para el año 2007 eran esencialmente de corte expansivo, como consecuencia tanto de las reformas del IRPF y del impuesto sobre sociedades…

En el diseño de la política fiscal para 2007, la principal novedad consistió, por el lado de los ingresos, en la entrada en vigor de las reformas del IRPF y del impuesto sobre sociedades. En el primer caso, se aumentaron las deducciones por rendimientos del trabajo y los mínimos personales y familiares, y se redujo el número de tramos de la tarifa. La reforma del impuesto sobre sociedades supuso, por su parte, una rebaja de 2,5 puntos en el tipo general (hasta el 32,5%) y de cinco puntos para las PYMES, así como una disminución paulatina de algunas deducciones en la cuota. Estos recortes en la recaudación potencial se compensaban, parcialmente, con un incremento del 15% al 18% en el tipo impositivo que recae sobre la mayor parte de rentas y ganancias de capital. El impacto de estas reformas se reflejaría ya en 2007 a través de las retenciones y pagos a cuenta. En cuanto al resto de impuestos, las principales modificaciones incorporadas en los Presupuestos para 2007 se limitaron a la congelación de las tarifas de los impuestos especiales, con la excepción del de hidrocarburos, que se elevó en un 3%. Además, en el transcurso del año, a estas medidas se añadió la implantación del programa CUNA, que concede 2.500 euros a las familias por nacimiento o adopción de hijos.

como del incremento presupuestado del gasto público.

Por el lado del gasto, la tasa de crecimiento del límite de gasto no financiero del Estado para 2007 se elevó hasta el 9,6%, si se compara con la liquidación del año anterior, notablemente por encima del crecimiento del PIB nominal. Esta misma línea siguieron los presupuestos de las CCAA, que proyectaron un incremento del gasto no financiero del 9,4% en relación con el establecido en los presupuestos iniciales de 2006. En su distribución por partidas de gasto, estos incrementos se trasladaron tanto a las de carácter corriente como a las de capital. En concreto, los Presupuestos Generales del Estado (PGE) mantuvieron las prioridades en las políticas de gasto social (con incrementos adicionales en las pensiones mínimas), infraestructuras, educación e investigación.

Sin embargo, el fuerte crecimiento de la recaudación impositiva permitió una nueva ampliación del superávit.

A pesar de esta orientación expansiva, el superávit de las AAPP se elevó finalmente hasta el 2,2% del PIB (véase cuadro 5.1), cuatro décimas por encima del resultado del año anterior. Esto fue consecuencia de las elevadas cifras de recaudación, de manera que los ingresos totales aumentaron seis décimas su peso en el PIB. Por su parte, tal como estaba previsto, el gasto total de las AAPP volvió a crecer por encima del PIB nominal. Por subsectores, los excedentes se concentraron en la Administración Central (1,3% del PIB) y en la Seguridad Social (1,2% del PIB). Por el contrario, las Administraciones Territoriales registraron pequeños déficits: del 0,2% del PIB en las Comunidades Autónomas y del 0,1% del PIB en las Corporaciones Locales. De esta forma, el tamaño relativo de la deuda pública mantuvo su senda descendente, situándose en el 36,2% del PIB (3,5 pp del PIB menos que en 2006), y el Fondo de Reserva se amplió adicionalmente con el excedente procedente de la Seguridad Social, alcanzando 45.716 millones de euros (4,4% del PIB) a finales de 2007.

La mejora de los ingresos se concentró en la imposición directa, a pesar de las reformas impositivas…

A diferencia de lo que venía ocurriendo en los últimos años, el aumento de la recaudación se centró exclusivamente en los impuestos sobre la renta y el patrimonio, cuyo peso en el PIB superó el de los impuestos sobre la producción y las importaciones por primera vez desde el año 1996. La fortaleza de esos impuestos se debió, por una parte, al aumento de las retenciones sobre el trabajo, ya que el incremento del número de contribuyentes, unido al aumento de las rentas salariales, compensaron con creces el impacto de la reforma del IRPF. Por otra parte, la subida mencionada en el tipo de retención sobre la mayor parte de los rendimientos

PRINCIPALES OPERACIONES NO FINANCIERAS DE LAS AAPP

CUADRO 5.1

% del PIB

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1 RECURSOS NO FINANCIEROS	38,7	38,5	38,9	39,9	40,8	41,4
Recursos corrientes	38,0	37,8	38,1	39,1	40,2	41,0
— Impuestos sobre producción e importación	11,9	12,2	12,4	11,8	11,7	11,6
— Impuestos sobre renta y patrimonio	10,2	10,9	11,7	12,9	12,9	13,1
— Cotizaciones sociales	13,0	12,9	13,0	13,0	13,0	13,1
— Otros recursos corrientes (a)	3,1	3,0	3,2	3,4	3,4	3,5
Recursos de capital	0,9	0,8	0,6	0,4	0,5	0,4
2 EMPLEOS NO FINANCIEROS (b)	39,2	38,7	39,3	38,9	39,0	39,2
Empleos corrientes (b)	34,1	33,9	34,0	34,0	33,9	34,1
— Consumo final	17,2	17,4	17,8	18,0	18,1	18,4
— Prestaciones sociales distintas de las transferencias en especie	11,8	11,7	11,7	11,6	11,5	11,6
— Subvenciones	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
— Intereses (b)	2,7	2,3	2,0	1,8	1,6	1,6
— Otras transferencias	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,5
Empleos de capital	5,1	4,8	5,2	4,9	5,2	5,1
— Formación bruta de capital	3,5	3,6	3,4	3,6	3,8	3,8
— Otros empleos de capital (c)	1,5	1,3	1,9	1,4	1,4	1,3
3 CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (–) DE FINANCIACIÓN (b) (3 = 1 – 2)	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	1,8	2,2
PRO MEMORIA:						
Saldo primario	2,2	2,1	1,7	2,8	3,4	3,8
Deuda bruta (b)	52,5	48,7	46,2	43,0	39,7	36,2

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

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

mobiliarios y ganancias de capital se sumó, en un contexto de turbulencias financieras, al incremento en la realización de las ganancias bursátiles acumuladas en los últimos años, impulsando al alza los ingresos por este concepto. Asimismo, la evolución favorable de los beneficios empresariales influyó positivamente sobre la recaudación del impuesto sobre sociedades. No obstante, a medida que transcurría el año 2007 se pudo observar una suave desaceleración de las retenciones del trabajo del IRPF y de los pagos fraccionados del impuesto sobre sociedades, como consecuencia del paulatino impacto de la reforma y de la implantación del programa CUNA por nacimiento de hijos.

Las cotizaciones sociales mantuvieron su peso en el PIB, reflejando el todavía robusto crecimiento del número de cotizantes y de las rentas salariales, y a pesar del impacto residual en el año 2007 de la reducción de las cotizaciones empresariales (en concepto de desempleo y FOGASA) introducidas a mediados de 2006.

en tanto que la recaudación por imposición indirecta acusó la desaceleración inmobiliaria.

Por el contrario, los impuestos sobre la producción e importaciones sufrieron una acusada desaceleración, en especial las rúbricas más directamente ligadas al mercado inmobiliario. Así, el impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, que había registrado un crecimiento superior al 20% en el año 2006, se desaceleró drásticamente, hasta finalizar el año con una caída en torno al 10%. El IVA, por su parte, también redujo sustancialmente su tasa de avance y cerró el ejercicio con un crecimiento inferior al 3%.

El gasto público aumentó su peso con respecto al PIB, en particular las partidas de consumo público y prestaciones sociales…

El gasto público incrementó en dos décimas su peso con respecto al PIB, hasta el 39,2%. Este incremento se concentró en los gastos de carácter corriente, en particular en el consumo final y en las prestaciones sociales, en un contexto en que los repuntes observados en los tipos de interés parecen haber truncado la tendencia a la pérdida de importancia de los pagos de intereses con respecto al PIB. Así, en línea con el pasado reciente, el consumo final registró un fuerte crecimiento, que situó su participación en el PIB en el 18,4%, tres décimas por encima del alcanzado un año antes, y que resulta 1,3 pp de PIB superior al mínimo alcanzado en 2001. Las prestaciones sociales, por su parte, tras la contención observada en los dos años anteriores, aumentaron ligeramente su porcentaje en el PIB hasta el 11,6%. En este sentido, cabe destacar el fuerte avance de los pagos por pensiones, a pesar de la ligera desaceleración en el número de pensionistas, debido, sobre todo, a la mayor compensación que supuso la elevada desviación de la inflación en noviembre del 2007 sobre la tasa prevista a principios de año. Asimismo, se observó una cierta aceleración de las prestaciones por desempleo, motivada por el fuerte aumento de la tasa de cobertura, dado que el número de desempleados registrados en el Servicio Público de Empleo Estatal se mantuvo prácticamente estancado. El incremento de la tasa de cobertura tiene, no obstante, un componente fuertemente cíclico, dado que, tras un período prolongado de crecimiento robusto, los trabajadores que entran en situación de desempleo se incorporan con mayores derechos a la percepción de esta prestación.

mientras la inversión pública experimentó un incremento más moderado.

En cuanto a los gastos de capital, la formación bruta de capital de las AAPP experimentó una notable desaceleración con respecto a 2006, aunque, tras dos años de fuertes incrementos, mantuvo su peso con respecto al PIB en el 3,8%, el mayor nivel desde el año 1995. Esta evolución es coherente con la elevada relación con el ciclo electoral observada en esta partida en los últimos años, de forma que se producen fuertes crecimientos en los dos años centrales de las legislaturas local y autonómica, y sustanciales desaceleraciones en el año electoral y en el año posterior, pues transcurre un cierto lapso de tiempo entre la finalización de los programas de inversión y la puesta en marcha de nuevos proyectos.

Las cuentas de las AAPP cumplieron con los compromisos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Las AAPP cumplieron con holgura, un año más, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, satisfaciendo asimismo el criterio operativo de que el saldo ajustado de ciclo se sitúe próximo a cero o en superávit. Asimismo, la Administración Central cumplió con los requisitos de la Ley de Estabilidad Presupuestaria, al presentar superávit, independientemente del alcanzado por la Seguridad Social. El Estado también respetó el límite de gasto establecido. Por el contrario, las Administraciones Territoriales registraron un ligero déficit, que solo se explica, en parte, por el margen otorgado por la reforma de la Ley de estabilidad en relación con los gastos de inversión, por lo que las CCAA causantes del incumplimiento deberán presentar planes económico-financieros de reequilibrio con un horizonte temporal de tres años.

La naturaleza transitoria de algunos ingresos, el deterioro del saldo de las CCAA y el elevado crecimiento del gasto público suponen riesgos para el mantenimiento del superávit público en el futuro.

De cara al futuro, debe subrayarse que una parte de los ingresos públicos contabilizados en los últimos años podría tener un alto componente transitorio, ligado a la expansión inmobiliaria y bursátil, lo que conlleva un elevado riesgo para la evolución de los ingresos en los próximos años, en un contexto de ajuste del mercado residencial. De hecho, este riesgo se ha materializando ya parcialmente en 2007, como muestran las cifras de recaudación de los impuestos sobre la producción y las importaciones. Asimismo, el deterioro del saldo de las CCAA en 2007 y el elevado crecimiento del gasto público en los últimos años, en un contexto de fuerte crecimiento económico, constituyen elementos de incertidumbre sobre la evolución de las variables fiscales, en especial en un contexto de desaceleración. En este sentido, aunque el superávit que presentaron las cuentas de las AAPP en el año 2007 representa un punto de partida favorable, esos factores aconsejan manejar la política fiscal con cautela en los próximos ejercicios.

1.3 LAS OTRAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

En 2007 se alcanzaron los objetivos básicos establecidos en el Programa Nacional de Reformas, fruto del buen comportamiento del empleo.

Durante 2007 la economía española superó los dos objetivos principales establecidos en el Programa Nacional de Reformas (PNR) en el horizonte de 2010, que consistían en lograr la convergencia en renta per cápita con la UE 25 y situar la tasa de empleo por encima del 66%. Su consecución volvió a descansar en un desarrollo muy favorable del empleo, mientras que el nivel de la productividad del trabajo de la economía española se mantuvo lejos de la media comunitaria. Se aprecia, sin embargo, una cierta inflexión en la tendencia de crecimiento de la productividad aparente del trabajo en los dos últimos años, como resultado tanto del aumento de la relación capital-trabajo como del incremento de la tasa de crecimiento de la productividad total de los factores.

En materia de educación y tecnología, se aprobaron las leyes orgánicas de Educación y de Universidades, y el nuevo Plan Nacional de I+D+i.

En relación con el capital humano, los indicadores más recientes muestran escasos avances en los últimos años, con lo que no parece factible la consecución de los objetivos marcados en el PNR en términos de reducción de la tasa de abandono escolar e incremento del porcentaje de población de entre 20 y 24 años con, al menos, educación secundaria superior. Más positivo parece haber sido el progreso en la tasa de escolarización infantil o en los indicadores de participación de la población en cursos de formación continua. Por su parte, los indicadores de I+D muestran que este tipo de inversión aumentó ligeramente su peso en el PIB, hasta el 1,2%, también lejos todavía de los objetivos establecidos en el PNR y de la media del resto de países europeos (1,8% en la UE). Para acelerar los progresos en materia de política educativa y tecnológica, en 2007 se adoptaron diversas medidas, como la aprobación, en primer lugar, de la Ley Orgánica de Educación (que establece entre sus principales objetivos el aumento de la escolarización en la educación secundaria postobligatoria y en la educación infantil de primer ciclo, y la reducción del abandono escolar) y, en segundo lugar, de la Ley Orgánica de Universidades, que persigue la mejora de la calidad de la docencia y de la investigación. Por último, el nuevo Plan Nacional de I+D+i 2008-2011 establece el marco de coordinación para todas las políticas en esta materia. Sin embargo, el impacto de estas reformas solo se hará visible en el medio plazo.

Entró en vigor la nueva Ley de Defensa de la Competencia…

Respecto a las actuaciones encaminadas a la liberalización de la economía, cabe destacar la entrada en vigor de la nueva Ley de Defensa de la Competencia, que incluye varias novedades importantes. Así, para favorecer su independencia, la nueva Ley plantea una reorganización institucional, creando un órgano único de defensa de la competencia, la Comisión Nacional de Competencia (CNC), separado del Gobierno. La Ley mantiene, sin embargo, la posibilidad de que este último modifique las decisiones sobre concentraciones económicas emitidas por la CNC, por motivos de interés general, cuando la CNC haya prohibido la operación o la haya autorizado subordinada al cumplimiento de determinadas condiciones. Por otro lado, la nueva normativa introduce varias medidas destinadas a favorecer una mayor agilidad y eficacia de los procedimientos, entre las que destaca la introducción de un programa de clemencia, que reduce las multas para las empresas que colaboren con la CNC antes de que aquellos se inicien.

mientras que las medidas introducidas en relación con las políticas de desregulación y de liberalización de sectores han sido más escasas.

Por su parte, las medidas de liberalización y desregulación sectorial han sido escasas en 2007, pese a que los indicadores que sirven para aproximar el grado de competencia sugieren la necesidad de avanzar en estas políticas. En el sector de telecomunicaciones destacó la incorporación de un cuarto operador tradicional y de los nuevos operadores móviles virtuales, lo que podría permitir reducciones adicionales de los precios y de las cuotas de mercado, todavía elevadas, del primer operador en este sector. Por su parte, en el sector energético, la evolución más reciente de los precios, de las cuotas de mercado y de la proporción del mercado que se encuentra liberalizado no muestra resultados satisfactorios en todos los casos, lo que sugiere que debería profundizarse en las medidas de liberalización emprendidas en los últimos años. Del mismo modo, en algunos sectores —en particular, el

de comercio minorista— el grado de regulación ha aumentado en los últimos años, tendencia que debería revertirse.

En materia de política de vivienda destacan la entrada en vigor de la nueva Ley del Suelo y la aprobación del Plan de Apoyo a la Emancipación e Impulso del Alquiler.

En materia de política de vivienda, las actuaciones de política económica más relevantes fueron la entrada en vigor de la nueva Ley del Suelo y la aprobación del Plan de Apoyo a la Emancipación e Impulso del Alquiler. La primera incorpora como novedades destacadas un régimen de valoraciones basado en la situación actual de los terrenos y no en su valor esperado, y un incremento (hasta el 30%) de la reserva mínima del nuevo suelo residencial para vivienda protegida. El paquete de medidas de fomento del alquiler incluye actuaciones para estimular la oferta de viviendas en este régimen, y subvenciones y/o deducciones para los inquilinos que reúnan ciertos requisitos. Algunas de estas propuestas, en particular las orientadas a agilizar los desahucios, podrían mejorar la seguridad jurídica de los propietarios y tener un efecto expansivo sobre la oferta, que aumentaría la efectividad de las medidas adoptadas por el lado de la demanda. Sin embargo, su materialización puede llevar algún tiempo (pues exige la reforma de la legislación procesal y la creación y puesta en funcionamiento de nuevos juzgados), de forma que solo permitirían un incremento significativo del parque de viviendas en alquiler en el medio plazo. Además, no se han modificado algunos aspectos de la Ley de Arrendamientos que pueden estar limitando la entrada de viviendas vacías en el mercado de alquiler, como, por ejemplo, la duración mínima de los contratos.

La negociación colectiva siguió bajo las directrices marcadas por el AINC y el salario mínimo volvió a incrementarse.

Por último, en el ámbito de las políticas relacionadas con el mercado de trabajo, la negociación colectiva siguió las directrices generales establecidas en el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva (AINC), que ha sido nuevamente renovado para el año 2008. Este tipo de acuerdos, que ha podido resultar útil en el pasado para anclar el crecimiento de los salarios, no puede considerarse un sustituto de una reforma en profundidad del mecanismo de negociación colectiva en España que introduzca una mayor flexibilidad en el proceso de formación salarial y permita un mayor ajuste de los salarios a las condiciones específicas de las empresas, tales como la evolución de su productividad o la de sus beneficios. Por su parte, el salario mínimo se incrementó un 5,5% en 2007, hasta los 570,6 euros mensuales, alcanzando el objetivo establecido por el Gobierno de 600 euros (con 14 pagas) en 2008, tras el nuevo incremento del 5,1% aprobado a principios de este año. Las revalorizaciones del salario mínimo que se han venido realizando desde 2004 no parecen haber tenido, de momento, un impacto directo significativo sobre el funcionamiento del mercado de trabajo, ya que afectan a un número reducido de trabajadores. Sin embargo, podrían haber generado un efecto expansivo en los incrementos salariales acordados en la negociación colectiva, sobre todo para los colectivos de trabajadores con salarios más cercanos al salario mínimo. De este modo, y teniendo en cuenta el nuevo contexto de desaceleración de la actividad, nuevas subidas del salario mínimo podrían reducir las posibilidades de empleo de ciertos colectivos de trabajadores y, por tanto, ralentizar el proceso de creación de puestos de trabajo.

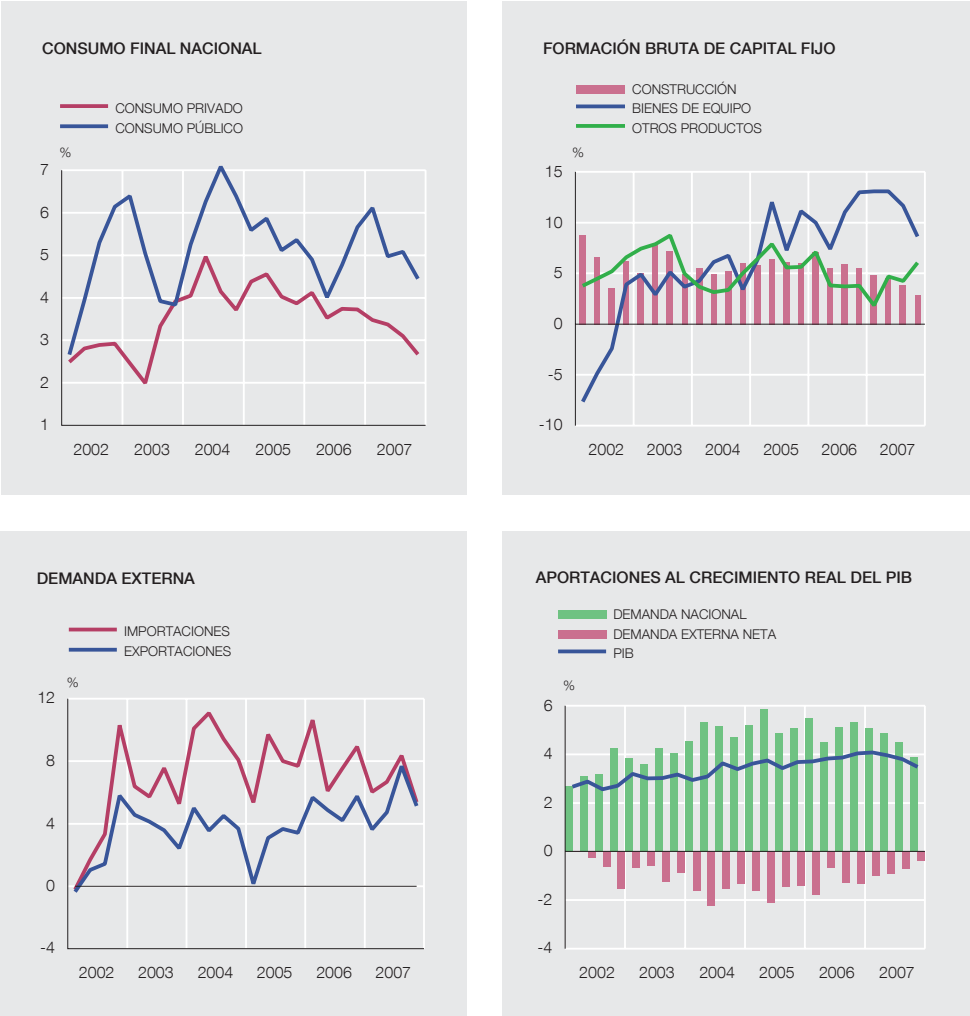
2 *La demanda*

2.1 LA DEMANDA NACIONAL

En 2007 continuó la desaceleración de la demanda nacional, debido, principalmente, al menor ritmo de crecimiento del gasto de las familias.

La desaceleración de la demanda nacional, que ya se había iniciado tímidamente en 2006, continuó en 2007, con una disminución de cinco décimas en su tasa de crecimiento, hasta el 4,3%. Esta evolución fue el resultado, sobre todo, del menor avance del gasto de las familias —tanto en consumo como en inversión residencial—, tras un período en que habían presentado sustanciales ritmos de expansión. Por el contrario, la inversión en equipo y el consumo público se aceleraron en 2007 (véase gráfico 5.2).

PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS (a) GRÁFICO 5.2



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

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

El consumo privado se fue moderando paulatinamente a lo largo de 2007.

Tras crecer en torno al 4% en el período 2004-2006, el consumo privado fue ralentizándose a lo largo de 2007, hasta alcanzar una tasa anual del 3,2%, con una desaceleración algo más intensa en el segundo semestre del año (véase cuadro 5.2). El gasto tanto en bienes de consumo duraderos como en no duraderos, donde se incluyen los servicios, disminuyó su crecimiento respecto a 2006, si bien la adquisición de bienes duraderos siguió mostrando una tasa de expansión relativamente elevada, cercana al 5%. Aunque las compras de automóviles se redujeron en 2007, la demanda de otros bienes duraderos se siguió viendo impulsada por factores que ya se habían manifestado con mayor intensidad en años anteriores, como el dinamismo inmobiliario (que incentiva la adquisición de determinados productos, como equipamiento doméstico) y los gastos de establecimiento de inmigrantes con intención de asentarse de forma permanente en España. El moderado crecimiento de los precios de estos bienes duraderos —que registraron, incluso, tasas de variación negativas en algunos casos— también podría ayudar a explicar la intensa demanda que han experimentado en los últimos años.

La renta real de las familias creció a un ritmo similar al de 2006.

El ritmo de crecimiento del consumo privado se aproximó al de la renta real disponible, que aumentó en torno al 3% en 2007, valor similar al del año anterior. La aceleración de las rentas salariales, impulsadas por el avance del empleo y por el mayor incremento de la remuneración

CONSUMO Y FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO POR SECTORES INSTITUCIONALES

CUADRO 5.2

	% PIB (a)		TASAS DE VARIACIÓN (b)					
	2000	2007	2002	2003	2004	2005	2006	2007
HOGARES E ISFLSH								
Gasto en consumo final	59,7	56,9	2,8	2,9	4,2	4,2	3,8	3,2
Consumo duradero	*6,3*	*5,2*	*-4,6*	*4,5*	*9,4*	*4,4*	*5,7*	*4,8*
Consumo no duradero	*53,4*	*51,6*	*3,6*	*2,8*	*3,7*	*4,2*	*3,6*	*3,0*
Vivienda	6,1	9,3	7,0	9,3	5,9	5,9	6,4	3,1
EMPRESAS								
Inversión productiva privada (c)	16,6	18,0	0,6	4,5	6,4	7,2	6,6	7,7
Construcción	*4,8*	*5,8*	*3,1*	*3,3*	*11,4*	*5,8*	*3,8*	*5,7*
Equipo	*7,3*	*7,0*	*-4,2*	*3,6*	*4,3*	*9,2*	*10,9*	*12,2*
Otros productos (d)	*4,4*	*5,2*	*5,0*	*7,2*	*3,8*	*6,4*	*4,6*	*4,2*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS								
Gasto en consumo final	17,2	18,4	4,5	4,8	6,3	5,5	4,8	5,1
Formación bruta de capital fijo	3,2	3,8	10,2	4,8	-2,6	7,7	8,6	4,5
Construcción	*2,4*	*2,8*	10,6	3,7	-6,7	7,3	9,2	3,8
Equipo	*0,8*	*0,9*	8,8	8,6	11,0	9,0	6,8	6,8
PRO MEMORIA								
Formación bruta de capital fijo	25,8	31,1	3,4	5,9	5,1	6,9	6,8	5,9
Equipo	*8,1*	*8,0*	*-2,9*	*4,1*	*5,1*	*9,2*	*10,4*	*11,6*
— Maquinaria	*5,7*	*5,4*	*-2,2*	*1,9*	*3,5*	*5,8*	*10,9*	*12,8*
— Transporte	*2,4*	*2,6*	*-4,5*	*9,4*	*8,7*	*16,1*	*9,3*	*9,1*
Construcción	*13,3*	*17,9*	*6,3*	*6,2*	*5,4*	*6,1*	*6,0*	*4,0*
— Viviendas	*6,1*	*9,3*	*7,0*	*9,3*	*5,9*	*5,9*	*6,4*	*3,1*
— Otras construcciones	*7,2*	*8,6*	*5,6*	*3,5*	*5,0*	*6,3*	*5,5*	*5,1*
Otros productos (d)	*4,4*	*5,2*	*5,0*	*7,2*	*3,8*	*6,4*	*4,6*	*4,2*

FUENTES: INE y Banco de España.

a. Contabilidad Nacional base 2000, precios corrientes.
b. Contabilidad Nacional base 2000, tasas de variación de índices de volumen.
c. Incluye la inversión realizada por los empresarios autónomos.
d. Esta inversión incluye servicios inmobiliarios, jurídicos, de contabilidad, de consultoría técnica y *software,* entre otros.

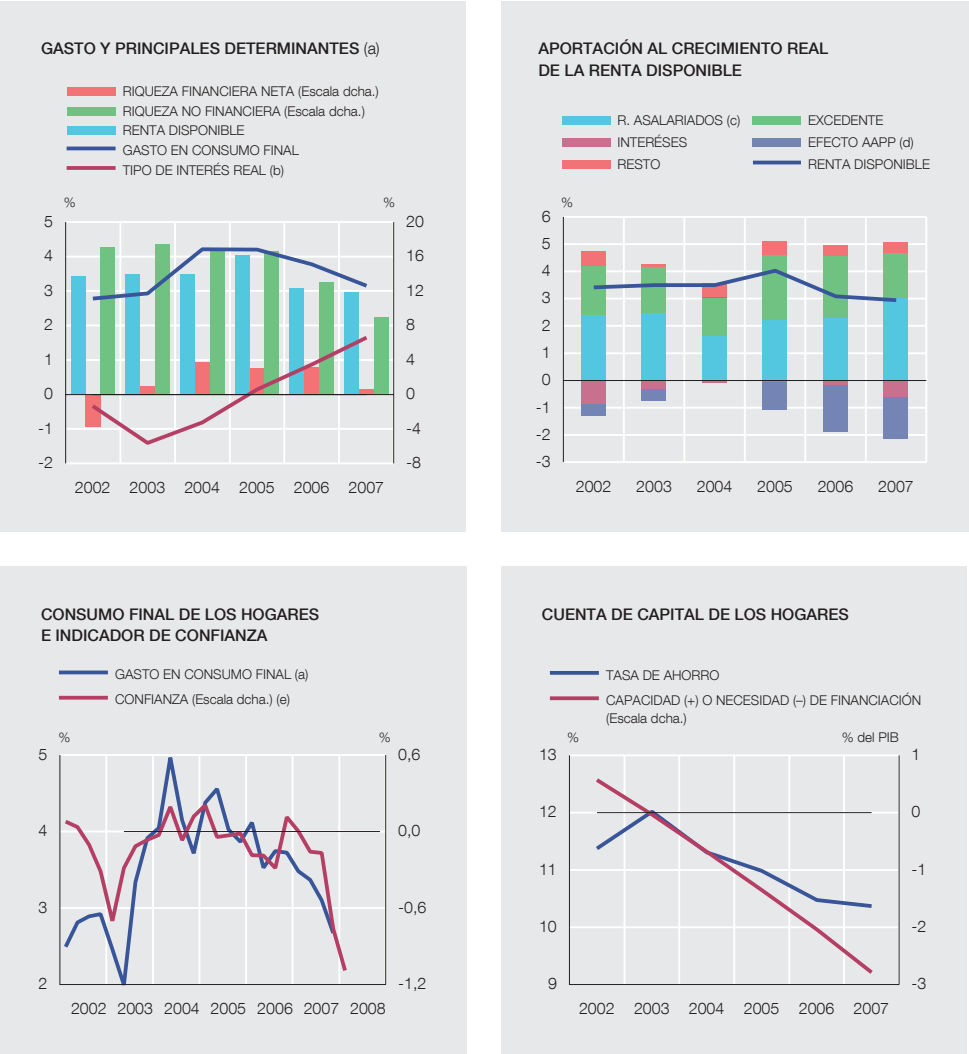
por asalariado, se vio compensada por el impacto negativo de los tipos de interés sobre el crecimiento de la renta —debido al aumento de los pagos por intereses— y por el menor crecimiento del excedente de los empresarios individuales (gráfico 5.3). Por otro lado, el poder adquisitivo de los ingresos corrientes de los hogares se vio favorecido por un crecimiento medio de los precios de consumo inferior al de 2006, a pesar del aumento de la inflación en los últimos meses del año. Por último, la incidencia de las AAPP sobre la renta de las familias —a través de los efectos contrapuestos de la imposición y de las prestaciones sociales— fue similar a la de 2006.

El incremento de los tipos de interés reales, junto con el menor crecimiento de la riqueza y el deterioro de la confianza, moderó el gasto de los consumidores.

Frente al crecimiento de la renta, diversos factores han contribuido a la moderación del consumo. Así, los tipos de interés reales, aproximados de forma ex-post (deflactando los tipos de interés hipotecarios con la evolución de los precios de consumo), se incrementaron de forma significativa en 2007 (1,7 pp en el conjunto del año), como resultado de la elevación de los tipos nominales y del descenso en la inflación media anual. Por su parte, la riqueza neta de los hogares continuó ralentizándose en 2007, como consecuencia de la desaceleración del precio de la vivienda y de los activos financieros netos. Finalmente, las perspectivas de las familias fueron deteriorándose a lo largo del año, especialmente en el último trimestre, así como en los primeros meses de 2008, a la luz de la evolución de la confianza de los consumidores, que se vio afectada por el clima general de incertidumbre que suscitaron las turbulencias financieras,

CONSUMO FINAL DE LOS HOGARES E ISFLSH

GRÁFICO 5.3



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación de índices de volumen.
b. Variación del tipo de interés de préstamos para adquisición de vivienda menos crecimiento del deflactor del consumo privado.
c. Remuneración de asalariados, en téminos brutos.
d. Incluye prestaciones sociales, cotizaciones sociales e impuestos sobre renta y patrimonio.
e. Serie normalizada resultante de sustraer su media y dividir por su desviación estándar.

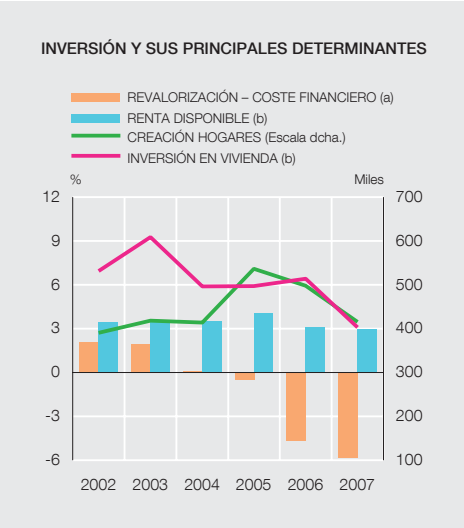
el fuerte aumento de los precios de consumo y la evidencia de un ajuste más intenso del mercado inmobiliario. Todos estos factores contribuyeron a moderar el crecimiento del consumo privado y a frenar el proceso de desaceleración de la tasa de ahorro de los hogares.

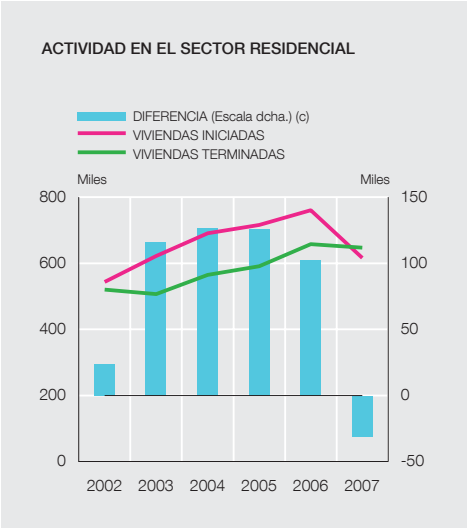
El aumento del coste de financiación y las menores expectativas de revalorización redujeron el crecimiento de la inversión en vivienda.

Tras haber experimentado un período de prolongada expansión en la última década, la inversión en vivienda moderó su ritmo de crecimiento de manera significativa en el año 2007, como consecuencia tanto de la revisión a la baja en las expectativas de revalorización de los activos residenciales como del incremento del coste de la financiación (gráfico 5.4). No obstante, siguen estando presentes los factores demográficos que han impulsado la creación de nuevos hogares durante la etapa expansiva. Así, la intensidad de los flujos migratorios en 2007, junto con la reducción observada en el tamaño medio de los hogares y la llegada a la edad adulta de las generaciones que surgieron en períodos de fuerte expansión de la natalidad, contribuye a consolidar una demanda potencial de vivienda relativamente elevada. Pese al menor dinamismo de la inversión residencial, la necesidad de financiación de las familias en porcentaje del PIB se amplió ocho décimas, hasta el 2,8%.

INVERSIÓN EN VIVIENDA

GRÁFICO 5.4





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

a. Cambio en el crecimiento del precio de la vivienda menos la variación del tipo de interés de los préstamos para adquisición de vivienda. Este concepto aproxima la variación del coste de uso cambiado de signo.
b. Tasas de variación en términos reales.
c. Aproximación de las viviendas en construcción por la variación anual de viendas iniciadas menos viviendas terminadas.

La demanda de las AAPP mantuvo un notable dinamismo...

La demanda de las AAPP mantuvo en 2007 un fuerte dinamismo, en línea con la evolución de los últimos años. En particular, los gastos de consumo final se aceleraron ligeramente, hasta registrar un crecimiento superior al 5%, lo que vino marcado por el incremento de la remuneración de asalariados, que presenta una elevada deriva salarial en los últimos años, y que compensó con creces la desaceleración registrada en las compras netas de bienes y servicios. Por su parte, la inversión de las AAPP en términos reales avanzó también de manera notable, aunque con un perfil de ralentización, a medida que iban terminándose los proyectos programados por las Administraciones Territoriales en la legislatura anterior. En el recuadro 5.1 se examinan cuál ha sido el papel de la inversión pública, así como el de la inversión empresarial, en el dinamismo de la construcción de los últimos años y en qué medida esos componentes podrían amortiguar en el futuro el impacto de la menor inversión en vivienda.

y prosiguió el empuje de la inversión empresarial, aunque perdió vigor en el segundo semestre.

En el año 2007 continuó el dinamismo del proceso inversor de las empresas españolas, con un crecimiento medio, en términos reales, del 7,7%, frente a un 6% del año anterior, con lo que este componente de la demanda aportó 1,3 pp al crecimiento del PIB. El empuje de la inversión empresarial se sustentó en la fortaleza de la demanda —tanto nacional como externa—, en unas perspectivas económicas favorables y en los buenos resultados empresariales. No obstante, la inversión empresarial fue perdiendo pulso en la segunda parte del año, principalmente en el componente de bienes de equipo, en un contexto de deterioro de la confianza empresarial y de menor empuje de la actividad.

La pujanza de la inversión descansó en los bienes de equipo, en particular en maquinaria.

La pujanza de la inversión empresarial descansó en el componente de bienes de equipo y, en menor medida, en la inversión en construcción no residencial, mientras que el gasto en otros productos se desaceleró (véase gráfico 5.5). Entre los bienes de equipo, destacó el aumento del componente de maquinaria (un 12,8%), que continuó la senda de expansión iniciada dos años antes, y que se encuentra ligada a la recuperación de la actividad industrial, sector que realiza en torno al 40% de la demanda de ese componente. Por su parte, la inversión en transporte mantuvo su dinamismo, con una tasa de crecimiento similar a la del año precedente, en torno al 9%. Por último, la

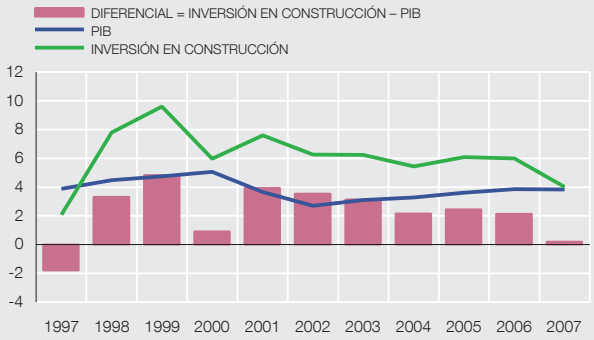
En 2007, la inversión en construcción en España experimentó un crecimiento del 4%, dando continuidad al largo ciclo expansivo que inició su andadura en 1997. No obstante, a lo largo del año comenzaron a aflorar síntomas de un menor dinamismo, asociados al ajuste que inició el componente residencial, que es objeto de análisis detallado en otras partes de este Informe. En este período de expansión, la inversión en construcción ha registrado un crecimiento superior al del PIB durante un dilatado lapso de tiempo —con un diferencial de dos puntos porcentuales en promedio (véase gráfico 1)—, de forma que su peso relativo en el conjunto de la economía se ha incrementado sustancialmente. Así, frente al 11,5% del PIB que representaba la inversión en construcción en términos nominales en 1997, en el pasado ejercicio llegó a suponer en torno al 18%, explicando casi una cuarta parte del crecimiento del PIB en ese período. Su aportación ha sido similar en el caso de la creación neta de puestos de trabajo, hasta alcanzar una participación del 14% en el conjunto del empleo (frente al 9,5% de 1997).

Uno de los elementos característicos de la actividad constructora es la utilización comparativamente más intensiva en su proceso productivo de bienes y servicios generados en otras ramas de actividad. Así, de acuerdo con las tablas *input output* de la economía española, mientras que los consumos intermedios procedentes de otras ramas representan en el caso de los servicios de mercado y de la industria el 13% y el 20%, respectivamente, de su producción bruta, en el caso de la construcción esta proporción alcanza el 34%. Como consecuencia, este sector ejerce un importante efecto de arrastre sobre el resto de la economía. Además, desde el punto de vista de la demanda, la inversión residencial es un factor que impulsa el consumo de bienes duraderos, en la medida en que la compra de nuevas viviendas exige la adquisición de diverso equipamiento doméstico.

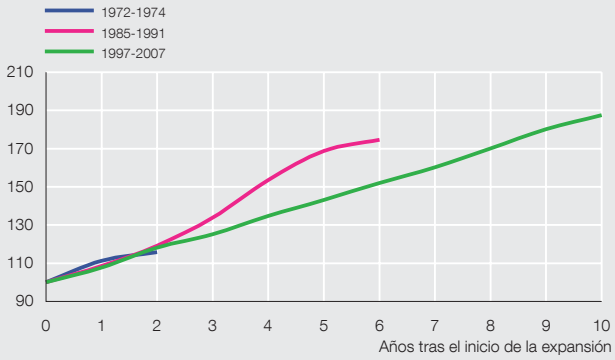
En comparación con la fase expansiva precedente, que se desarrolló entre 1985 y 1991, la actividad de la construcción ha presentado unos ritmos anuales de avance más moderados en el período reciente (un 6%, en media anual, frente al 9% del episodio previo), aunque su longitud ha sido cinco años mayor, por lo que el crecimiento acumulado ha sido también más elevado (gráfico 2).

Otro elemento diferencial muy relevante de la reciente fase expansiva ha sido el mayor protagonismo de la construcción de viviendas: la aportación de este componente al crecimiento del total de la construcción fue del 25% en el episodio anterior, frente al 55% del más reciente. No obstante, el resto de construcciones ha desempeñado también un papel importante en la expansión del sector. Su tasa de crecimiento media en el período (del 5,2%) ha sido inferior a la de la vivienda (del 7,3%), pero ha superado el ritmo de expansión del producto en su conjunto (gráfico 3). Un análisis desagregado de las otras construccio-

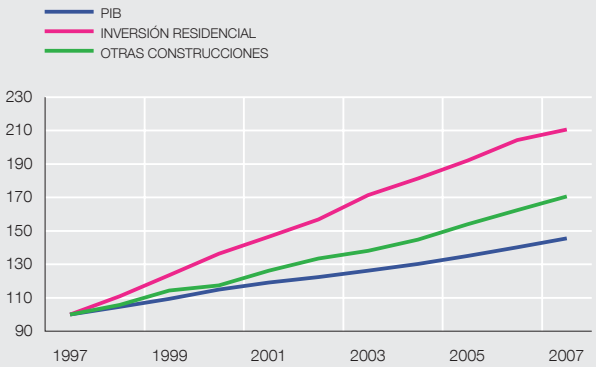
1 INVERSIÓN EN CONSTRUCCIÓN Y PIB
Tasas interanuales



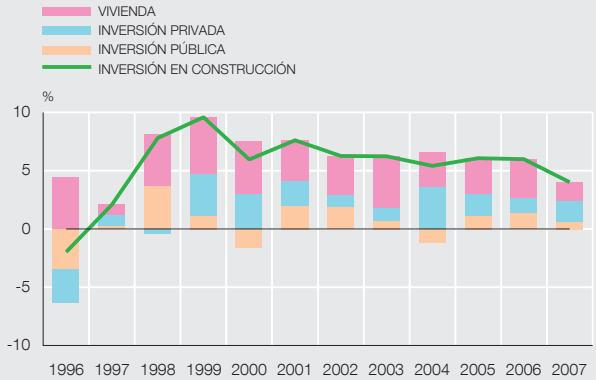
2 LA INVERSIÓN EN CONSTRUCCIÓN EN LAS FASES EXPANSIVAS
Índices. Año inicial de la expansión = 100



3 PIB Y TIPOS DE CONSTRUCCIÓN EN LA ÚLTIMA FASE EXPANSIVA
Índices 1997 = 100



4 APORTACIÓN AL CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN EN CONSTRUCCIÓN SEGÚN AGENTES



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

nes, de acuerdo con la naturaleza pública o privada de los agentes que toman las decisiones de inversión, muestra cómo su crecimiento medio ha sido similar, si bien la aportación de la inversión empresarial al crecimiento total de la construcción (un 30%) ha duplicado la de la inversión pública, como reflejo de sus pesos respectivos[1]. Estos componentes han seguido pautas diferentes: mientras que las oscilaciones de la inversión empresarial en construcción se han correspondido con las del ciclo económico general, la inversión pública ha mostrado una mayor variabilidad y una menor correlación con la actividad, con un perfil muy determinado por el calendario electoral, de forma que, por ejemplo, en los años 1996, 2000 y 2004 tuvo una aportación negativa al crecimiento del conjunto de la construcción (véase gráfico 4).

1. La disponibilidad de datos bilaterales de las exportaciones de bienes por país de destino y por tipo de producto obliga a utilizar datos en términos nominales. Los datos de los países de la UE proceden de la base de datos de Eurostat, mientras que los datos de España proceden del Departamento de Aduanas.

De este análisis se desprende que, a pesar de la importancia que la inversión residencial ha alcanzado en el total de la construcción, el resto de tipos de obra también desempeña un papel relevante. En este sentido, el desarrollo de los componentes empresarial y público de la inversión no residencial podría contrarrestar parcialmente el impacto sobre la actividad de la previsible ralentización de la inversión en viviendas. Sin embargo, en las circunstancias actuales, ese papel amortiguador parece limitado. Por un lado, la desaceleración de la actividad económica no permite presagiar un comportamiento particularmente robusto de la inversión empresarial no residencial en el futuro inmediato. Por otro lado, si la inversión pública mantuviera la dinámica de los últimos años —muy ligada, como se ha indicado, al ciclo electoral—, este componente no mostraría un mayor vigor en los próximos trimestres, si bien un cumplimiento más estricto de los calendarios de ejecución, en línea con las medidas aprobadas recientemente por el nuevo Gobierno, podría atenuar este efecto.

suave aceleración de la inversión privada en construcción no residencial registrada en 2007 se apoyó en los proyectos de inversión de determinadas empresas públicas, que canalizan una parte significativa de la obra civil, mientras que la edificación no residencial presentó un ritmo de crecimiento moderado, según se desprende de la evolución de los visados de ese tipo de proyectos.

Atendiendo a las ramas productivas, la inversión del sector de los servicios volvió a mostrar un gran dinamismo, explicando en torno a dos tercios del total de la inversión empresarial en 2007, y la realizada por la rama industrial siguió recuperándose, con un crecimiento del 8,5% en 2007. Finalmente, merece la pena destacar que el peso de la rama de la construcción en la inversión empresarial continuó siendo reducido, lo que limita el impacto directo de un menor dinamismo de esa rama sobre el conjunto de la inversión productiva.

El entorno financiero se hizo menos favorable, como resultado del endurecimiento de las condiciones financieras y del aumento de las necesidades de financiación.

Las condiciones financieras se endurecieron en 2007, lo que se reflejó en un incremento del coste de uso de capital en términos reales, como consecuencia del incremento de los tipos de interés, si bien, desde una perspectiva histórica, aquel permanece en niveles reducidos. Por su parte, los resultados económicos de las empresas españolas continuaron siendo favorables durante el ejercicio 2007, con un aumento de la participación del excedente bruto de explotación en el valor añadido. No obstante, una vez descontados los intereses pagados, los beneficios de las empresas registraron en los dos últimos años una desaceleración, debido a la elevación de los tipos de interés y al creciente endeudamiento. Además, el incremento de la ratio de inversión empresarial y los menores recursos generados por las empresas condujeron en el año 2007 a un aumento de las necesidades de financiación de las sociedades no financieras, que alcanzaron un máximo histórico, del 10,6% del PIB, lo que, en un entorno de endurecimiento de las condiciones crediticias, podría afectar negativamente a la puesta en marcha de nuevos planes de inversión.

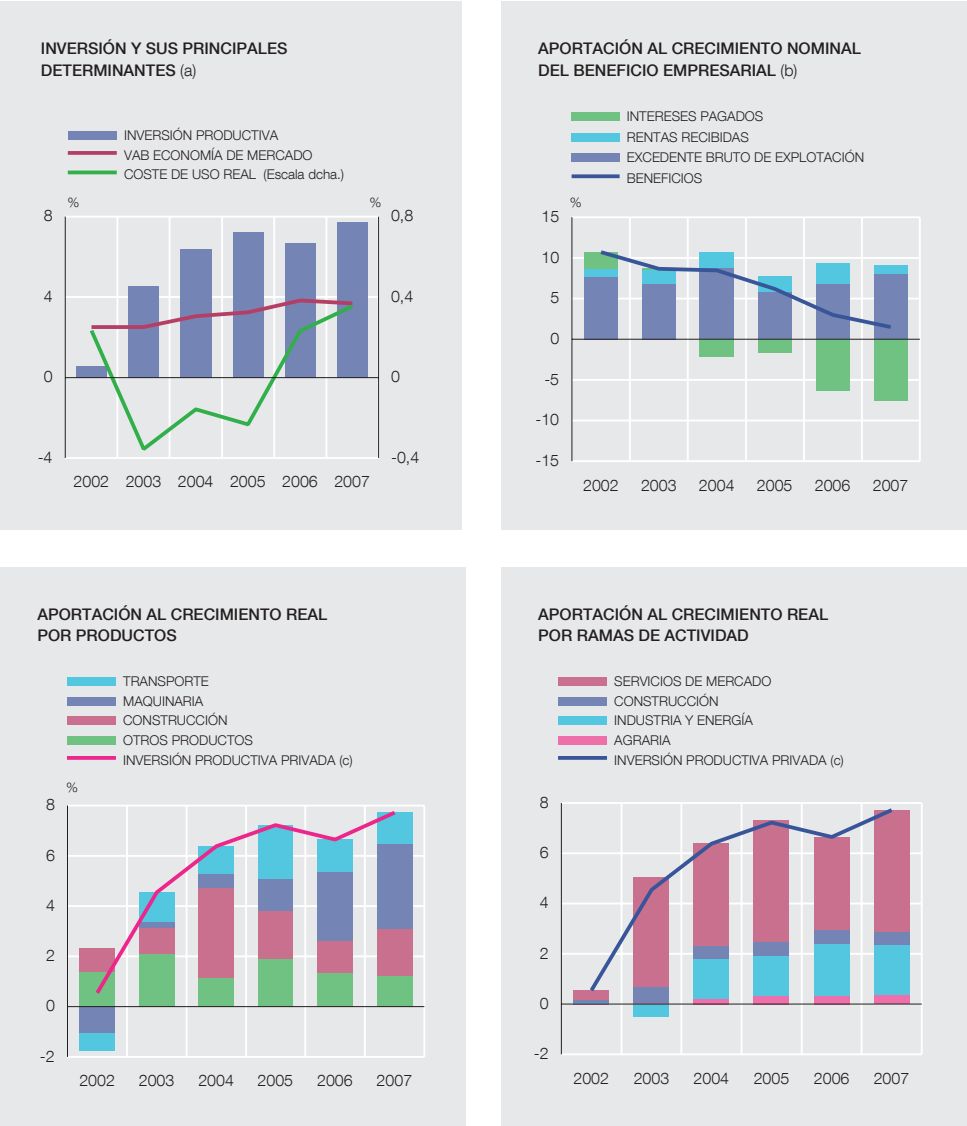
2.2 LA DEMANDA EXTERIOR

En 2007 prosiguió la mejora de la aportación de la demanda externa al crecimiento.

La aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB intensificó en 2007 la senda de mejora de los dos años previos, hasta situarse en –0,7 pp, cinco décimas más alta que el año anterior. Este resultado fue consecuencia del comportamiento de las exportaciones de bienes y servicios, que, en un entorno internacional más adverso, registraron un crecimiento real similar al del año anterior (5,3%, frente al 5,1%), y, en mayor medida, de la

INVERSIÓN PRODUCTIVA PRIVADA

GRÁFICO 5.5



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación real y variaciones del coste de uso real de la inversión. El coste de uso se obtiene como la diferencia entre el coste de financiación empresarial y la variación del precio del bien de inversión.
b. El beneficio se obtiene añadiendo al excedente bruto de explotación los intereses y dividendos recibidos y otras transferencias corrientes netas, y restando los intereses pagados. Por tanto, es un beneficio después de intereses y antes de impuestos.
c. Tasas de variación de índices de volumen.

desaceleración de las importaciones, que aumentaron un 6,6%, frente al 8,3% del año precedente.

El incremento de las ventas a las economías emergentes sostuvo las exportaciones de bienes, a pesar de la apreciación del euro y de la desaceleración del comercio mundial.

En 2007 las exportaciones de bienes en términos reales mostraron un ritmo de avance prácticamente idéntico al observado el año anterior, próximo al 5%, y ello a pesar de que el cambio en el clima económico internacional propició una desaceleración del comercio mundial de 3 pp, hasta aumentar un 6,2% en 2007, y de que la competitividad-precio volvió a deteriorarse, en una magnitud similar a la de 2006 (véase gráfico 5.6). Este resultado es consecuencia del incremento de las ventas a algunas economías emergentes no pertenecientes a la UE, entre las que destacan las destinadas a China, Rusia y los países del Magreb (Marruecos, Argelia y Túnez), y que se encuentra asociado al dinamismo de la demanda interna que presentan estas

DEMANDA EXTERIOR Y PRINCIPALES DETERMINANTES

GRÁFICO 5.6

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

a. Tasas interanuales de variación real.
b. Deflactor de las exportaciones españolas en relación con los precios de exportación del resto del mundo, corregidos por el tipo de cambio.
c. Los valores positivos indican una pérdida de competitividad de las exportaciones, importaciones y sector turístico español, respectivamente; y los negativos, una ganancia.
d. Media del crecimiento del PIB de los principales 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. Cociente entre el deflactor de las importaciones españolas y el índice de precios industriales.

economías en los últimos años. Este comportamiento favorable, pese a la fortaleza del euro, induce a pensar que otros factores distintos de los determinantes tradicionales podrían estar desempeñando un papel relevante a la hora de explicar la diversificación geográfica de las exportaciones (véase, al respecto, el recuadro 5.2).

Las ventas a los países desarrollados fueron más moderadas y prosiguió el retroceso de las cuotas de exportación en esos mercados.

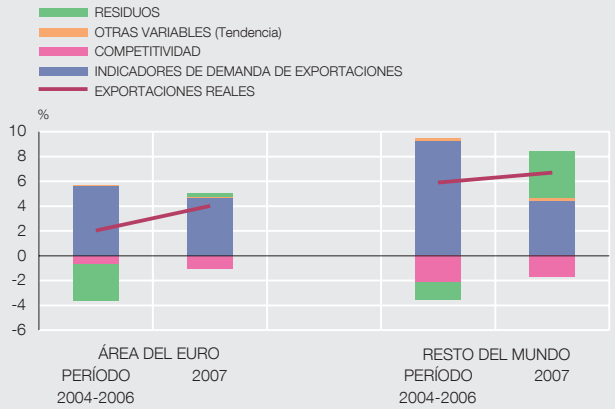
En contraste con el dinamismo de las ventas a esos mercados emergentes, las exportaciones a la UE se desaceleraron, propiciando un nuevo retroceso de la cuota en esta área, aunque inferior a la registrada en los años anteriores, mientras que las dirigidas a Estados Unidos y a Japón permanecieron prácticamente estancadas, lo que refleja tanto la atonía en que se fue sumiendo la demanda de ambas economías conforme avanzaba el año como la fortaleza del euro frente a las divisas de ambos países (véase gráfico 5.7).

Las exportaciones reales de bienes mantuvieron en 2007 un ritmo de crecimiento similar al del año anterior, a pesar de la notable pérdida de dinamismo del comercio mundial y del deterioro adicional de la competitividad-precio qu muestran los indicadores habituales. Tal como se observa en el gráfico 1, donde se presenta la contribución de estos determinantes a la evolución reciente de las exportaciones españolas de acuerdo con el modelo trimestral del Banco de España, mientras que las ventas de bienes al exterior se comportaron en el período 2004-2006 peor de lo que sus determinantes apuntaban, en 2007 esas variables explicativas describieron razonablemente bien la evolución de las exportaciones a la zona del euro, pero infraestimaron las dirigidas al resto del mundo, área que ha adquirido una importanciea creciente y que en los últimos años ha explicado más del 50% del crecimiento total de las exportaciones de España. Como resultado de la favorable evolución de las exportaciones reales fuera de la zona del euro, la pérdida de cuota de los productos españoles en estos mercados se ha frenado (véase gráfico 2). Dadas las dificultades que existen para captar, a través de las variables que habitualmente se incluyen en los modelos econométricos, tanto los cambios que se están produciendo en la demanda mundial como los diferentes aspectos de la competitividad, resulta interesante realizar un análisis de la evolución de las exportaciones de bienes con un mayor nivel de desagregación.

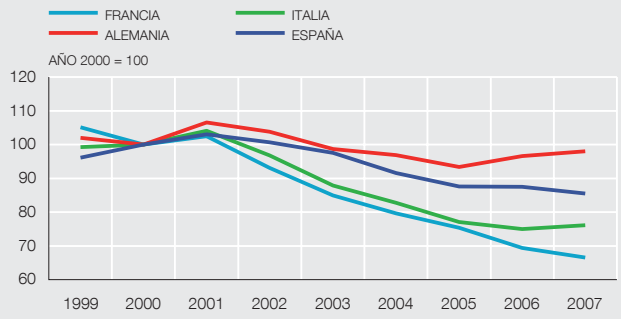
En este sentido, el gráfico 3 aporta información sobre el patrón geográfico de las exportaciones de bienes españolas en 2007 (el área de las burbujas[1]), los cambios que dicho patrón ha experimentado desde el inicio de la década (eje de abscisas) y el crecimiento registrado por los mercados de exportación españoles en dicho período en relación con el del comercio mundial (eje de ordenadas)[2]. Así, un valor superior a cero en el eje de abscisas indicaría que las exportaciones a dicha área han ganado peso en el total de las exportaciones españolas desde el año 2000

1. El tamaño de la burbuja se define como el peso de las exportaciones de bienes, en términos nominales, de España a un país o área determinado sobre el total de las exportaciones de España al mundo en el año 2007. **2.** La disponibilidad de datos bilaterales de las exportaciones de bienes por país de destino y por tipo de producto obliga a utilizar datos en términos nominales. Los datos de los países de la UE proceden de la base de datos de Eurostat, mientras que los datos de España proceden del Departamento de Aduanas.

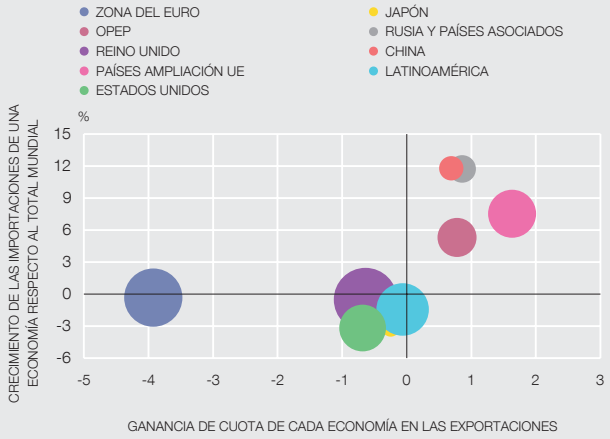
1 EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES REALES DE BIENES TOTALES
Contribución de los diferentes determinantes. Período 2004-2007



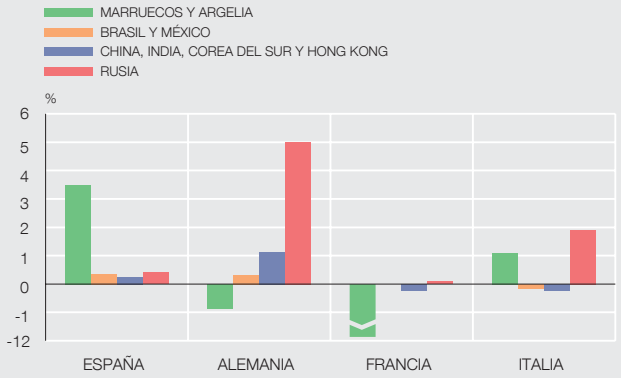
2 CUOTAS DE EXPORTACIÓN REALES FUERA DE LA ZONA DEL EURO (a)



3 EXPORTACIONES DE ESPAÑA POR ÁREAS (b)
Período 2000-2007



4 CUOTAS DE EXPORTACIÓN EN LOS PAÍSES DEL PLAN DE DESARROLLO INTEGRAL DE MERCADOS (c)



FUENTES: Banco de España, Ministerio de Economía y Hacienda, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

a. Para 2007, datos hasta noviembre.
b. El tamaño de la burbuja es proporcional al peso de la economía de contrapartida en las exportaciones totales de España en 2007, a excepción de la zona del euro, que no resulta representativo.
c. Datos nominales de exportaciones hasta septiembre 2007.

hasta el año 2007, mientras que un valor inferior a cero indicaría lo contrario. De la misma manera, un valor superior a cero en el eje de ordenadas indicaría que las exportaciones españolas se han dirigido hacia mercados que han crecido por encima de los mercados mundiales. Los datos del gráfico ponen de manifiesto que las exportaciones españolas se han orientado en los últimos años hacia países de fuera de la zona del euro, elevándose la cuota que representan las ventas a los países de la ampliación de la UE, a Rusia y países asociados, y a China en el total de las exportaciones españolas. La diversificación se ha producido hacia áreas que han mostrado un dinamismo económico superior a la media mundial, como lo demuestra el hecho de que sus importaciones han crecido a tasas muy superiores a las que ha registrado el comercio mundial entre 2001 y 2007 (un 15,3% y un 5,5% en media anual, respectivamente)[3].

Además, esta diversificación geográfica de las exportaciones españolas ha venido acompañada por una reorientación de las ventas, en general, hacia productos de demanda dinámica (medicamentos, semimanufacturas de productos metálicos y maquinaria industrial), en detrimento de los de demanda baja (automóviles, alimentación y textil)[4]. No obstante, la diversificación geográfica, aunque se ha intensificado en los últimos años, se ha producido con cierto retraso en comparación con lo ocurrido en otros países de la zona del euro. En el año 2007 las exportaciones hacia los países de la ampliación de la UE, Rusia y países asociados, y China representaban en torno al 7% del total de las ventas totales españolas, algo más de tres puntos superior al valor del año 2000, pero muy inferior todavía al peso que las exportaciones hacia dichas áreas tienen en otros países de la UE (especialmente, en Alemania —un 17,3%— o Italia —un 13,5%—, aunque más próximo al de Francia —un 8,8%—, con datos relativos a 2006). Ello se refleja en que la cuota de participación de España en estos mercados continúa siendo muy reducida, en comparación con la de otros países de la UEM, aunque se han producido avances en la penetración de los productos españoles en China y en Rusia.

Estos dos países forman parte del conjunto de economías para las que en España se han puesto en marcha planes integrales de desarrollo de mercados, con objeto de fomentar las relaciones comerciales y económicas[5]. Los resultados que se observan a nivel agregado sugieren que estos planes han podido desempeñar un papel relevante en la reorientación de las exportaciones españolas hacia nuevos mercados. Así, el ritmo de penetración de las exportaciones españolas ha sido particularmente importante en el área del Magreb (3,5 pp), frente a la pérdida de cuota de Francia y Alemania (11,9 pp y 0,9 pp, respectivamente) (véase gráfico 4). En el resto de áreas consideradas el avance ha sido más modesto, aunque mejor que el observado en Francia y en Italia.

El análisis de la estructura geográfica de las exportaciones de bienes de España sugiere que en los últimos años se ha producido una reorientación hacia mercados y productos más dinámicos, con un mayor potencial de crecimiento a medio y largo plazo. Este hecho, junto con la previsible desaceleración de la demanda interna, podría facilitar que en el futuro las exportaciones españolas se beneficiaran de los cambios en la demanda mundial y afrontaran el incremento de la competencia vía costes en mejores condiciones que en el pasado. No obstante, estos cambios se han iniciado con cierto retraso y los avances aún son pequeños si se tiene en cuenta el bajo nivel de partida en relación con otros países de la zona del euro. Además, el peso de determinados sectores, en los que la competencia a través de los precios es fundamental, continúa siendo elevado. Por tanto, resulta crucial consolidar y profundizar en los avances realizados y evitar la aparición de nuevas pérdidas de competitividad vía costes como las acumuladas en los últimos años.

3. Si bien la reorientación de las exportaciones hacia estos mercados también se observa en los principales países de la zona del euro, esta está siendo especialmente intensa en España en los últimos años, con la excepción de las ventas a los países de la ampliación de la UE. **4.** En el período 2000-2007, la cuota de participación de la rama de artículos de confección ha ganado peso en el total de las exportaciones españolas y cuota de participación en los mercados de la UE 15 y en el resto del mundo, a diferencia de lo observado en las exportaciones de Italia y de Portugal, y a pesar de la competencia de las nuevas economías emergentes, con claras ventajas de costes. Ello sugiere que España podría estar especializándose en un segmento de mayor calidad, donde la competencia de las economías emergentes es menor.

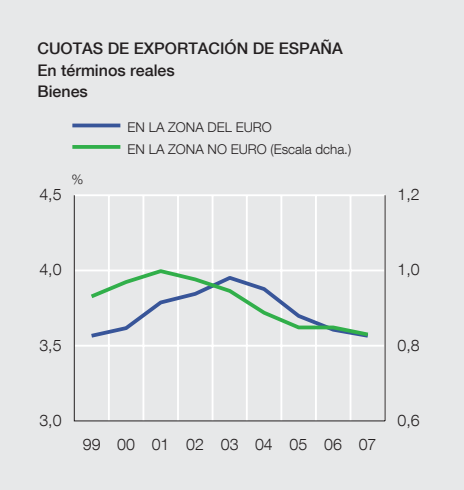
5. Los planes integrales de desarrollo de mercados, que han sido puestos en marcha por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, incluyen a algunos de los países hacia los que más aumentaron las exportaciones de bienes de España en 2007, como Rusia, China, India, Brasil, Argelia y Marruecos. Por el contrario, las ventas a Japón, Estados Unidos o México, para los que también existen este tipo de Planes, mostraron una significativa atonía en dicho año.

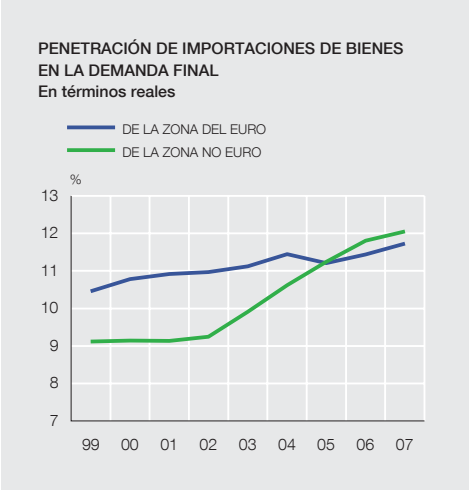
Los productos intermedios industriales representaron el componente más dinámico de las exportaciones.

Al examinar el desglose de las ventas al exterior por productos, se observa que los bienes intermedios industriales fueron el componente más dinámico de las exportaciones, destacando especialmente la expansión de las ventas de minerales y productos metálicos destinadas a las economías emergentes. En cambio, otros sectores exportadores que presentan una orientación más marcada hacia los países desarrollados, como el sector del automóvil o el de productos farmacéuticos, registraron crecimientos moderados. También debe reseñarse el aumento de las exportaciones en algunos sectores de intensidad tecnológica baja, que en los años recientes han reorientado su producción hacia segmentos de mayor calidad, como es el caso de la confección, así como el incremento de las ventas de bienes de capital, como maquinaria.

CUOTAS DE EXPORTACIÓN Y PENETRACIÓN DE IMPORTACIONES

GRÁFICO 5.7





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

Las exportaciones de servicios acentuaron la expansión de los últimos años…

Las exportaciones de servicios (distintas del turismo) acentuaron la tendencia expansiva de los años recientes, aumentando un 13,1% en términos reales en 2007. Este resultado refleja un intenso crecimiento de los servicios prestados a las empresas y de los servicios informáticos, financieros y de construcción, cuyo desarrollo resulta común a muchos otros países y que se está viendo impulsado por los avances en la liberalización del comercio internacional de estas actividades y por el progreso técnico, que amplía sus posibilidades de comercialización.

pero los ingresos por turismo apenas aumentaron, pese al dinamismo del turismo internacional.

Los ingresos por turismo, por el contrario, mostraron un avance prácticamente nulo en el conjunto del año. La afluencia de turistas también fue moderada, con un aumento próximo al 2%, pese a que el crecimiento del turismo mundial (medido por el número de turistas) fue del 6,2% en 2007. Esta discrepancia se explica, en parte, por la importancia que adquirieron el pasado año los viajeros procedentes de economías emergentes de Asia, para los que España no es un destino preferente. Además, la mejora de la situación política en otros destinos mediterráneos que compiten con España en los segmentos de sol y playa y la apreciación del euro, que tiene una incidencia significativa sobre la afluencia de turistas británicos (que representan casi un tercio del total de turistas que visitan nuestro país), contribuyeron también a frenar el avance de los ingresos por turismo. Con todo, pese a la atonía de los resultados agregados, un rasgo positivo es que en 2007 parece que se consolida el dinamismo de los segmentos turísticos de negocios y del turismo urbano, compuesto por viajeros que presentan, en general, mayor capacidad de gasto, aunque sus estancias son más cortas.

Las importaciones se desaceleraron, aunque se produjo un nuevo avance de su penetración en la demanda final.

La desaceleración de las importaciones de bienes, que aumentaron un 6% en 2007, dos puntos porcentuales menos que el año anterior, contribuyó de manera significativa a la mejora de la aportación exterior. Esta ralentización, que se apreció con mayor intensidad en la segunda mitad del año, estuvo asociada al menor dinamismo de la demanda final, ya que la marcada inclinación de las actividades industriales hacia los consumos intermedios importados y la elevada participación de las importaciones de bienes de equipo en los procesos de ampliación de capital de las empresas justifican una estrecha relación entre la inversión en equipo y la producción industrial, de un lado, y las compras al exterior, de otro. Pero quizá lo más destacable fue la desaceleración de las compras de bienes de consumo procedentes de fuera de la UE, que condujo a que el conjunto de las importaciones de esa área aumentara solo un 6,7%

VAB Y EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

GRÁFICO 5.8

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. La brecha de producción se define como la diferencia porcentual del PIB observado con respecto al potencial. Sobre las diferentes estimaciones de la brecha de producción, véase el artículo del *Boletín Económico* del Banco de España, de enero de 2007, «Estimaciones del crecimiento potencial de la economía española», de M. Izquierdo y J. Jareño.

en 2007, tras presentar crecimientos reales superiores al 10% en los cuatro años previos. Con todo, volvió a apreciarse un nuevo aumento de la penetración de importaciones en proporción de la demanda final, aunque algo inferior al observado en años anteriores.

Las importaciones de servicios fueron muy dinámicas en 2007, tanto en el caso de los pagos por turismo, que se vieron impulsados por el estímulo que supone la apreciación del euro para los viajes internacionales de los españoles, como en el de los otros servicios, donde, al igual que en la vertiente de exportaciones, destaca el empuje de los servicios empresariales, además de los servicios financieros, de seguros y de construcción.

3 *La actividad*

La actividad continuó mostrando un apreciable dinamismo en 2007, ligeramente superior al crecimiento potencial estimado.

A pesar de la ligera desaceleración de la actividad, en 2007 el PIB siguió creciendo a un ritmo algo superior a su potencial, de forma que la brecha de producción se hizo más positiva (véase gráfico 5.8). A finales de 2007, en cambio, el crecimiento de la actividad se fue acercando a su ritmo potencial, movimiento que se ha intensificado en los primeros meses de 2008.

La agricultura ganó vigor en 2007...

La economía de mercado registró una desaceleración similar a la del PIB, creciendo a un ritmo del 3,7%. Como ya sucediera en 2006, únicamente las ramas de industria y agraria y pesquera mostraron un mayor dinamismo en 2007. En esta última rama, la mejora del régimen pluviométrico permitió una expansión de la producción vegetal, aunque la sucesión de ciertos fenómenos climatológicos adversos mermó las cosechas de algunos productos. La tasa de crecimiento del valor añadido en esta rama productiva se situó, finalmente, en el 3,8%, superando en 1,4 pp la tasa de avance de 2006.

así como la industria, que mostró un buen comportamiento en el conjunto del año, aunque con un perfil decreciente…

El punto de arranque para la industria en 2007 era positivo, tras haber finalizado el año anterior con una reactivación, que tenía, aparentemente, una sólida base. Sin embargo, después de comenzar 2007 con un elevado dinamismo, la actividad industrial se fue debilitando en el transcurso del ejercicio, hasta finalizar con una tasa del 1,4% en el último trimestre del año. Así, en el conjunto de 2007, el crecimiento del valor añadido del sector fue del 3,1% (2,9% el año precedente). Por otra parte, al igual que la recuperación registrada en 2006 se había basado en la mayor demanda de productos industriales para cubrir finalidades diversas (exportación, consumo interior, inversión y producción de otras ramas de actividad), en 2007 la gradual pérdida de tono de la industria correspondió igualmente a todas ellas. Por último, si se tiene en cuenta el contenido tecnológico de la producción, la desaceleración industrial afectó asimismo a todas las categorías, aunque, como nota positiva, las industrias con tecnología media-alta y alta fueron las que mostraron, como ya hicieron en 2006, un mayor dinamismo relativo.

mientras que la construcción residencial asistió al final de su ciclo expansivo…

Tras casi una década en la que la actividad constructora creció por encima del conjunto de la economía, en 2007 registró una desaceleración de 1,2 pp, que llevó su ritmo de crecimiento hasta el 3,8%, similar al del PIB. Aun cuando la construcción ligada a la obra civil y a la inversión empresarial se mostró también algo menos pujante en 2007 (con un ritmo de crecimiento del 5,1%, frente al 5,5% de 2006), la pérdida de pulso de la construcción de viviendas fue la principal responsable del menor dinamismo en el conjunto del sector (de 3,3 pp, hasta registrar un 3,1% de crecimiento). En particular, el descenso de la demanda de viviendas, cuyos determinantes se han analizado en el apartado 2.1, condujo a una revisión a la baja en la iniciación de nuevos proyectos, de modo que la oferta se ha ido adaptando, con un cierto desfase, a ese menor empuje de la demanda, como refleja el descenso en el número de viviendas en construcción en 2007 (véase gráfico 5.4). En los primeros meses de 2008, la pérdida de dinamismo de esta rama se ha hecho más patente, con una sustancial desaceleración del empleo —donde empieza a emerger un proceso de destrucción de puestos de trabajo—, que parece concentrarse en el segmento residencial, a la vista de la fuerte disminución observada en el número de proyectos de nuevas viviendas.

y los servicios de mercado mantuvieron un notable dinamismo.

Pese al tono menos pujante del consumo privado y del turismo, los servicios de mercado mantuvieron un crecimiento en 2007 del 4%, similar al del año anterior. El buen comportamiento de los servicios destinados a empresas y, en general, el dinamismo que se ha observado en la exportación de servicios explican, en parte, esa fortaleza.

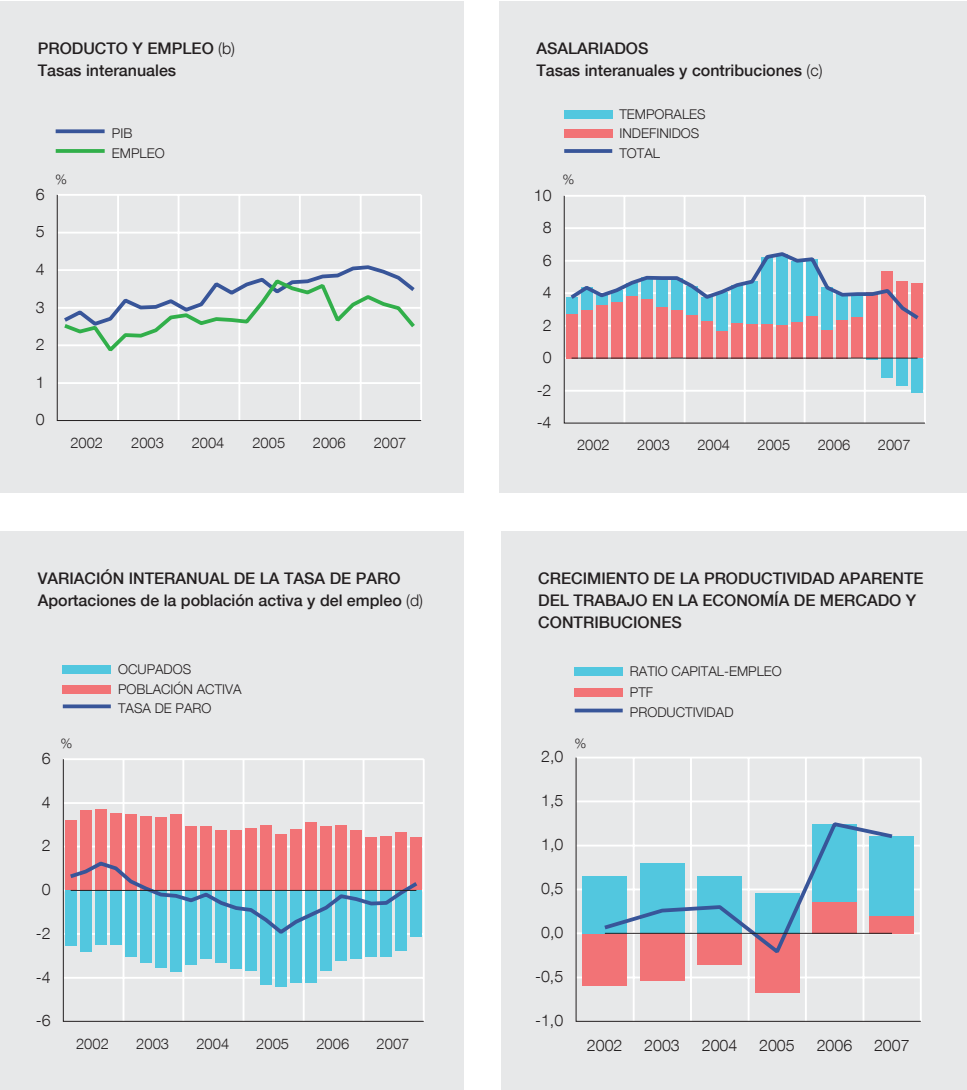
4 El mercado de trabajo

El empleo mantuvo una evolución paralela a la de la actividad, con un perfil de desaceleración a lo largo del año.

El empleo se desaceleró levemente en 2007, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 3%, dos décimas inferior al de 2006, con una ligera recuperación de la productividad aparente del trabajo, hasta el 0,8% (véase gráfico 5.9). El crecimiento de la productividad fue algo superior en la economía de mercado (1,1%), destacando, como se comentó al inicio de este capítulo, una cierta mejora en la productividad total de los factores (PTF) en los dos últimos años.

A nivel sectorial, el patrón de crecimiento del empleo en 2007 fue muy similar al observado en los últimos años, pues el grueso de la creación de empleo se concentró en la construc-

EMPLEO Y PARO (a) GRÁFICO 5.9



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Las series de la EPA están enlazadas en función de la muestra testigo del primer trimestre de 2005.
b. CNTR. Series desestacionalizadas. Empleo equivalente a tiempo completo.
c. EPA.
d. EPA. Enlace del Banco de España por el cambio de la definición operativa del desempleo en 2001.
e. CNTR. Remuneración por asalariado en economía de mercado.

ción y en los servicios. En concreto, la agricultura mantuvo tasas negativas de variación del empleo en el conjunto del año, si bien inferiores a las de 2006, mientras que en la industria se produjo un recorte de empleo en términos netos, tras la tímida recuperación observada el año anterior. Según la EPA, esta disminución del empleo industrial fue bastante generalizada, afectando en especial a sectores como el textil y la confección, la fabricación de equipos informáticos o la fabricación de papel y madera. En la construcción, el empleo creció un 5,7%, tres décimas por encima de 2006, aunque con un perfil de acusada desaceleración a lo largo del año. Finalmente, en los servicios de mercado la ocupación mostró un avance similar al del año anterior (3,1%). La evolución de la productividad aparente por ramas registró crecimientos elevados en la industria (3%) y en los servicios de mercado (0,9%), apoyados por un repunte de la PTF en ambos casos, mientras que las caídas de la productividad en la construcción, que habían sido habituales en los últimos años, se intensificaron.

La reforma laboral aprobada en 2006 y la desaceleración del empleo a lo largo del año contribuyeron a una reducción de la ratio de temporalidad.

En términos de la composición del empleo, según la duración del contrato, los asalariados con contrato indefinido crecieron un 7,1%, lo que supuso que, por primera vez en los últimos años, su ritmo de crecimiento fue superior al registrado por los trabajadores con contrato temporal, que en 2007 experimentaron una caída del 3,8%. Esta evolución situó la ratio de temporalidad en el 31,7%, más de dos puntos porcentuales por debajo de su nivel en 2006. Esta reducción está asociada, al menos en parte, a los efectos de la reforma laboral aprobada a mediados de 2006, que produjo un considerable repunte de las conversiones de contratos temporales en indefinidos a finales de dicho año. No parece, sin embargo, que esa reforma sea del alcance suficiente como para reducir de forma significativa y duradera la ratio de temporalidad de la economía española, por lo que se mantiene la necesidad de abordar una reforma de mayor calado de los mecanismos de contratación actualmente vigentes. La evolución de los contratos registrados en el Servicio Público de Empleo Estatal viene, en líneas generales, a corroborar este diagnóstico, ya que el porcentaje de contratos indefinidos sobre el total de contratos se situó en el 11,9% en 2007, solo ligeramente por encima de su nivel antes de la entrada en vigor de esa reforma laboral. Por otra parte, la evolución de la ratio de temporalidad a lo largo del año mostró un perfil bastante estable durante el segundo y el tercer trimestres del año, y solo en los tres últimos meses de 2007 volvió a reducirse de manera significativa, lo que podría estar relacionado con el aumento del paro y con la acusada desaceleración de la creación de empleo en el sector de la construcción, donde la ratio de temporalidad es muy elevada.

A pesar del dinamismo mantenido por las entradas de inmigrantes, el crecimiento de la población activa se desaceleró.

La población activa moderó su crecimiento, hasta registrar un avance del 2,8%, por debajo del registrado en los últimos años. Esta desaceleración de la oferta de trabajo se produjo a pesar de que el crecimiento de la población en edad de trabajar mantuvo una tasa de expansión elevada (1,8%), debido a un incremento de la población extranjera de magnitud similar al de años anteriores, en un entorno en el que prevaleció el dinamismo económico. Sin embargo, la tasa de actividad se situó en el 58,9%, con un incremento interanual de solo seis décimas, frente a aumentos próximos a un punto porcentual en años precedentes. Este menor incremento de la tasa de participación se explica, principalmente, por la población inmigrante, que redujo su tasa de actividad en un punto porcentual en 2007. Entre la población española, las mujeres continuaron el proceso de progresiva incorporación al mercado laboral, con un incremento de su tasa de participación de 0,9 pp.

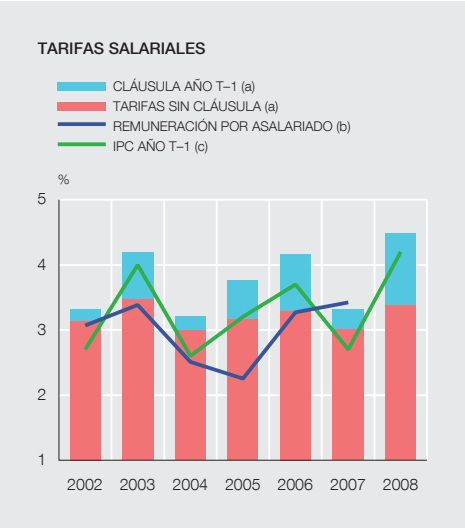
La tasa de paro alcanzó un mínimo histórico en el conjunto del año, si bien repuntó a finales de año.

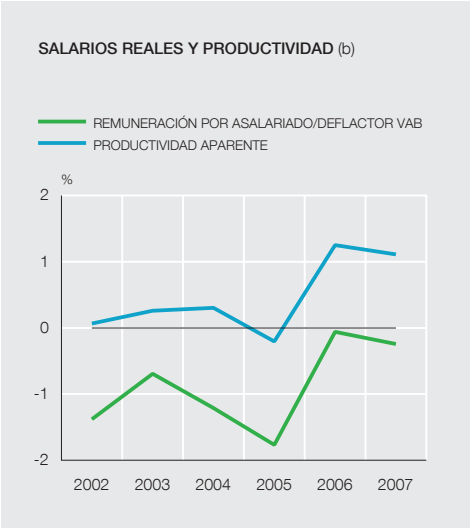
El desempleo, por su parte, se mantuvo prácticamente estabilizado, con una leve caída de la tasa de paro (de 0,2 pp, hasta el 8,3% en el conjunto de 2007), si bien la pauta de desaceleración del empleo a lo largo del año determinó un repunte de la tasa de paro en el cuarto trimestre, hasta el 8,6%. El componente estructural del desempleo habría disminuido muy levemente o se habría estabilizado, según las distintas estimaciones disponibles, manteniéndose aún ligeramente por encima de la tasa de desempleo observada. Aunque el nivel estimado de la NAIRU o tasa de desempleo estructural es reducido en términos históricos, se mantiene aún en una cota relativamente elevada en comparación con otras economías, lo que llama la atención sobre la necesidad de introducir mejoras adicionales en el funcionamiento estructural del mercado laboral que permitan alcanzar nuevos recortes sostenibles de la tasa de desempleo.

Los salarios repuntaron levemente...

En cuanto a la evolución salarial, en 2007 los incrementos pactados en la negociación colectiva se situaron en el 2,9%, por debajo del incremento medio de 2006, reflejando, al menos en parte, el mejor comportamiento de la inflación en los primeros meses del año. Este incremento salarial estaría en línea con el margen implícito que define el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva (AINC), que, en principio, relaciona incrementos salariales por encima de la referencia nominal del 2% con aumentos de productividad. Además, la desviación de

DETERMINANTES DE LOS SALARIOS GRÁFICO 5.10





FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

a. Con información de convenios hasta marzo de 2008.
b. Economía de mercado.
c. Tasa interanual de diciembre.

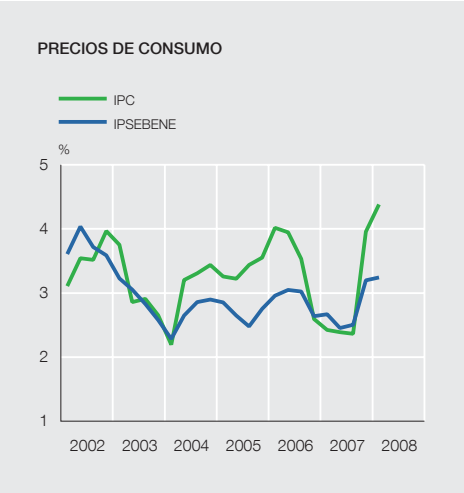
la inflación en 2006 respecto de la referencia del 2% (0,7 pp) fue inferior a la del año precedente, de modo que el impacto de las cláusulas de salvaguarda sobre los salarios pagados en 2007 (0,3 pp) fue inferior al observado el año anterior (véase gráfico 5.10). Sin embargo, a pesar de este favorable comportamiento de la negociación salarial, las estimaciones de la remuneración por asalariado de la CNTR mostraron un leve repunte en 2007, hasta el 3,4%. Este aumento salarial se observa también en otros indicadores, como la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, que estima un crecimiento de los costes laborales del 4% en 2007, medio punto porcentual por encima del registrado en 2006. En términos reales, los costes laborales soportados por las empresas[1] se redujeron en 2007, aunque con menor intensidad que en años anteriores.

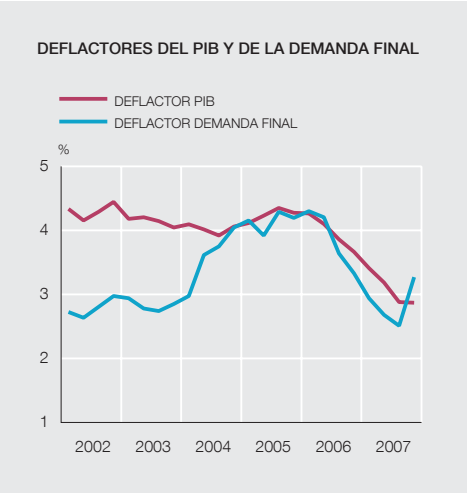
dando lugar a una deriva salarial positiva, que genera riesgos de mayores alzas de los costes laborables en el futuro.

Esta evolución de los costes salariales implica una deriva salarial[2] levemente positiva en 2007, que no se había observado en la última década. En principio, los efectos composición que han explicado la deriva negativa en ese período —ligados al proceso de fuerte creación de puestos de trabajo, con salarios medios inferiores a los previamente existentes— no se han modificado en 2007 con la suficiente intensidad como para explicar este cambio de signo en la deriva. En cualquier caso, esta evolución pone de manifiesto que los incrementos salariales, relativamente modestos, observados en los últimos años se han visto influidos por esos efectos de composición, con lo que, en su ausencia, el comportamiento de los salarios podría ser más desfavorable en la actual fase de desaceleración de la economía. De hecho, de cara a 2008 se espera un apreciable repunte en los costes laborales, como consecuencia de los mayores incrementos salariales pactados en la negociación colectiva (3,4% hasta marzo) y, sobre todo, del mayor impacto de las cláusulas de salvaguarda, que se estima en algo más de un punto porcentual, debido al intenso aumento de la inflación que tuvo lugar a finales de 2007.

1. Es decir, utilizando como índice de precios el deflactor del valor añadido de la economía de mercado. En términos del poder de compra de los trabajadores, el crecimiento salarial fue superior al registrado por el IPC en el promedio del año.
2. Definida como la diferencia entre el incremento de las tarifas salariales acordadas en la negociación colectiva, incluyendo el efecto de las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación, y el incremento de la remuneración por asalariado de la CNTR.

PRECIOS DE CONSUMO Y DEFLACTORES (a) GRÁFICO 5.11





FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de crecimiento interanuales.
b. Índices de valor unitario de las importaciones de mercancías.

5 *Los precios y los costes*

La inflación se desaceleró en el conjunto de 2007, pero mostró un perfil muy diferente a lo largo del año.

El índice de precios de consumo (IPC) mostró ritmos de crecimiento moderados durante buena parte de 2007 —lo que permitió que la inflación promedio se redujera 0,7 pp respecto al año anterior, hasta el 2,8%—, pero registró un pronunciado repunte a finales de año, que se ha prolongado en los meses transcurridos de 2008, hasta situarse en el 4,5% en marzo (véase gráfico 5.11). Esta trayectoria refleja, sobre todo, el impacto de las perturbaciones en los mercados mundiales de materias primas energéticas y alimenticias. Además, los efectos de esos *shocks* incidieron con mayor intensidad en España que en la UEM, como se explica a continuación, de modo que el diferencial de inflación —medido con el IAPC— se amplió a 1,2 pp en diciembre de 2007. Además de la inflación de origen externo, el proceso inflacionista español se vio impulsado por el mayor dinamismo de los costes laborales y por la ampliación de los márgenes empresariales, y todo ello pese a la menor pujanza del gasto en consumo de las familias.

El repunte de la inflación vino determinado por el encarecimiento del petróleo…

En el promedio del año, la cotización del petróleo tipo Brent aumentó ocho dólares por barril respecto a 2006, hasta 73 dólares. Sin embargo, en los últimos meses de 2007 se produjo un acusado encarecimiento del crudo, que superó los 90 dólares, y que solo se vio parcialmente contrarrestado por la evolución del tipo de cambio frente al dólar. Estas tendencias se han intensificado en los primeros meses de 2008. En comparación con la UEM, la mayor importancia relativa en España de los gastos en combustibles líquidos dentro de la cesta de bienes de consumo y el menor peso de los impuestos específicos que gravan estos productos han supuesto que las variaciones de sus precios hayan tenido un mayor efecto en los índices de precios españoles que en los de la zona del euro. Este hecho explica, en buena medida, tanto la disminución del diferencial con la UEM en la primera mitad de 2007 como su ampliación en los meses finales del ejercicio. Por su parte, la traslación de las subidas de precios del petróleo hacia los precios de los productos no energéticos fue relativamente limitada —en línea con las estimaciones econométricas disponibles—, afectando, fundamentalmente, a algunos servicios de transporte. Por el contrario, los precios regulados del gas y de la electricidad moderaron su ritmo de avance en 2007, contribuyendo a mitigar el diferencial con la UEM.

y por los acusados aumentos de los precios de los alimentos.

El repunte de la inflación refleja igualmente la trayectoria de los precios de algunos productos alimenticios, como el pan y la leche. El encarecimiento mundial de estos productos es el resul-

PRECIOS Y COSTES POR RAMAS DE ACTIVIDAD (a) GRÁFICO 5.12

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CN base 2000.

tado de contracciones significativas de su producción mundial, motivadas por factores climatológicos, en un contexto de niveles de *stocks* bajos, con lo que estos han perdido su capacidad de actuar como elemento amortiguador de los desajustes entre oferta y demanda. Asimismo, se ha producido un aumento notable de la demanda de algunos alimentos, particularmente en los países emergentes que registran incrementos elevados de su renta per cápita, cuya población está desplazando su gasto hacia productos alimenticios con mayor contenido proteico. Este fenómeno global de encarecimiento de productos alimenticios afecta igualmente a otros países europeos. El hecho de que su magnitud sea notablemente superior en España es consecuencia, en parte, del mayor peso de estos productos en la cesta de consumo de los hogares españoles, pero también puede reflejar elementos idiosincrásicos, como la existencia de un nivel de competencia insuficiente en algunos mercados.

Los precios de los servicios continuaron mostrando tasas de crecimiento muy elevadas, mientras que los bienes industriales no energéticos presentaron ritmos de avance de sus precios inferiores a los de la UEM.

En 2007, los servicios continuaron encareciéndose a ritmos próximos al 4%. Estos crecimientos elevados y persistentes podrían reflejar el insuficiente grado de competencia de algunas actividades, aunque algunos sectores, como la hostelería, han venido mostrando de modo persistente incrementos de precios próximos al 5%, lo que dificulta considerablemente la desaceleración de los precios de los servicios. Como elemento positivo, los precios de los bienes industriales no energéticos moderaron acusadamente su ritmo de avance a lo largo de 2007, favorecidos por la apreciación del euro y por la mayor competencia efectiva en algunos mercados —como los de prendas de vestir y calzado—, con tasas por debajo de las de la zona del

euro. Los precios de otros productos, como los relacionados con el automóvil, también presentaron tasas más reducidas ante el debilitamiento de su demanda. Por último, los medicamentos, cuyo precio está regulado, se abarataron sustancialmente.

El deflactor del PIB disminuyó notablemente en 2007.

El deflactor del PIB aumentó un 3,1% en 2007, casi un punto porcentual por debajo de la tasa del año anterior. La disminución del deflactor de la inversión en construcción —que alcanzó más de 3 pp, y que se encuentra ligada a la moderación de los precios de la vivienda y de los costes de la obra civil— y del deflactor de las exportaciones fueron dos de los principales factores que explican esa desaceleración. El deflactor del valor añadido de la economía de mercado, en cambio, repuntó ligeramente en 2007, hasta el 3,7%.

Pese a que repuntaron los costes labores unitarios, los márgenes siguieron ampliándose.

En el conjunto de la economía de mercado, la aceleración del deflactor de VAB vino acompañada por un repunte de magnitud similar en los costes laborales por unidad de valor añadido (véase gráfico 5.11), fruto de la mayor remuneración por ocupado y del menor crecimiento de la productividad aparente del trabajo. La combinación de estas tendencias fue compatible con una nueva ampliación de los márgenes de explotación unitarios, similar a la de años anteriores.

Los márgenes aumentaron en la industria y se redujeron en la construcción.

El comportamiento de estas variables en las distintas ramas de actividad fue dispar. En la industria, la mejora de la productividad propició una ralentización de los costes laborales unitarios, mientras que el deflactor del valor añadido se mantuvo en niveles elevados, lo que se tradujo en una considerable ampliación de márgenes. En los servicios de mercado también aumentaron los márgenes, pero de forma más moderada, en un contexto de aceleración de los costes laborales unitarios. Por su parte, el menor dinamismo del sector de la construcción se reflejó en una disminución de su deflactor, que, combinada con unos elevados costes laborales unitarios, en parte por la baja productividad de esta rama, provocó la contracción de sus márgenes unitarios.

Los principales indicadores de precios de la economía española siguieron apuntando en 2007 a una pérdida de competitividad.

Los índices de competitividad-precio registraron en 2007 un nuevo empeoramiento, que afectó de manera desigual a la posición relativa frente a los distintos mercados (véase gráfico 5.13). Fuera del área del euro, las pérdidas de competitividad-precio tuvieron mayor intensidad que las registradas el año anterior, ya que el estrechamiento de los diferenciales de precios y costes se vio compensado sobradamente por la apreciación que registró el euro a lo largo del año. En cambio, frente a la zona del euro los indicadores de competitividad-precio registraron, en general, un deterioro más contenido, con una estabilidad de los diferenciales de inflación de los precios de exportación y de los costes laborales unitarios en las manufacturas.

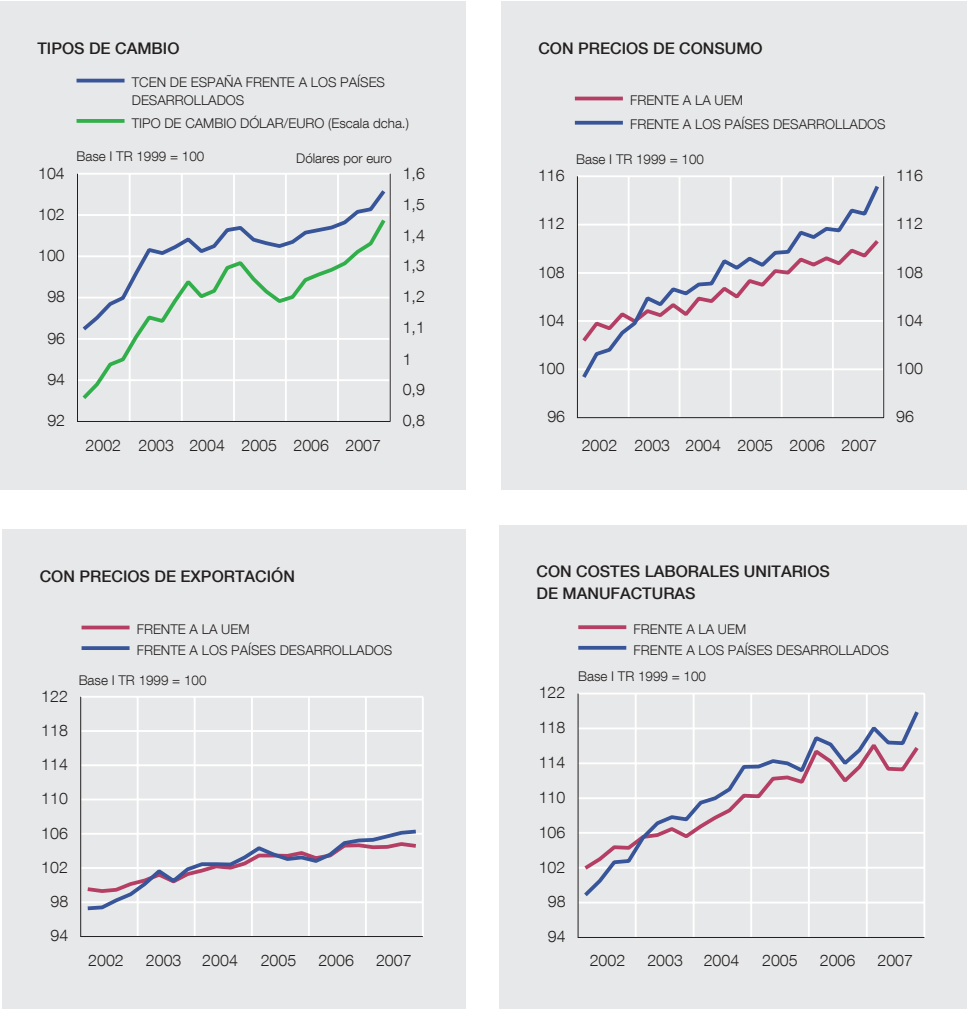
6 Las necesidades de financiación de la nación y la cuenta de capital de los sectores institucionales

La necesidad de financiación continuó ampliándose, en un entorno de moderación del ritmo de aumento del déficit comercial.

La necesidad de financiación de la economía española continuó incrementándose durante 2007, hasta situarse en el 9,5% del PIB, 1,4 pp más que el año anterior. Este deterioro del saldo exterior —que se ilustra en el gráfico 5.14— obedeció, fundamentalmente, al aumento del déficit por cuenta corriente, que se situó en el 10% del PIB y, en menor medida, al descenso del superávit por operaciones de capital, que redujo dos décimas su peso en el PIB, hasta el 0,5%. La apreciable ampliación del déficit de rentas, de nueve décimas de PIB, fue el elemento que más contribuyó al empeoramiento de la necesidad de financiación. Por su parte, el déficit comercial aumentó 0,3 pp su peso en el PIB, menos de la mitad del incremento acumulado en 2006, hasta situarse en el 8,4%. Este comportamiento reflejó la desaceleración del déficit energético nominal, cuya aportación al aumento del desequilibrio comercial fue reducida, mientras que el saldo no energético intensificó su tasa de avance. Por áreas geográficas, el déficit con los países extracomunitarios se desaceleró, mientras que el desequilibrio con la UE aumentó significativamente. La tasa de cobertura de las exportaciones disminuyó 0,9 pp, hasta representar el 67,5% de las importaciones nominales.

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA (a)

GRÁFICO 5.13



FUENTE: Banco de España.

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

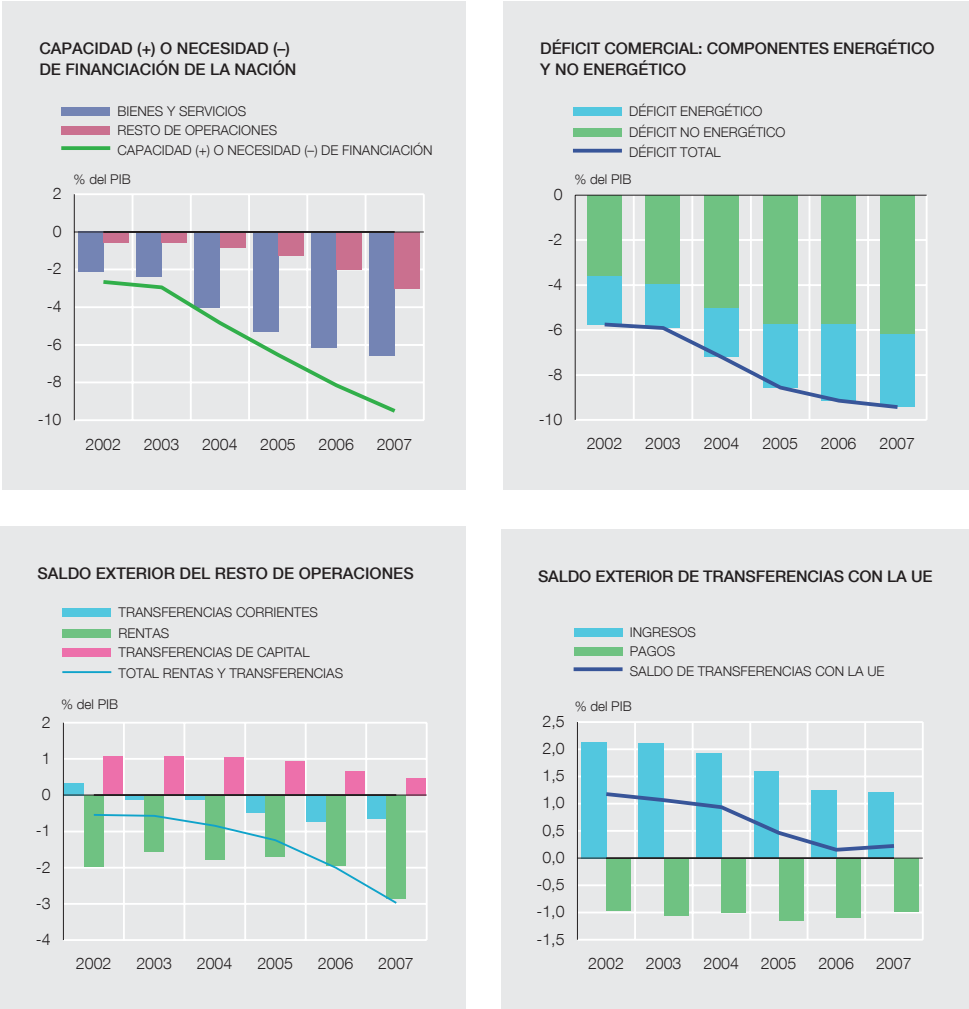
El peso del superávit turístico en el PIB prolongó su senda descendente, con un menor dinamismo de los ingresos y pagos

Durante 2007, y por séptimo año consecutivo, el superávit turístico continuó perdiendo peso, hasta situarse en el 2,9% del PIB, en un contexto de menor dinamismo de los ingresos y de cierta desaceleración de los pagos. La ralentización de los ingresos fue menos acusada que la registrada por el número de entradas de turistas, lo que apunta hacia un aumento del gasto medio por turista. En este sentido, en 2007 el alojamiento hotelero recuperó parte de su importancia relativa en los ingresos del sector, con una evolución favorable de los destinos urbanos y del turismo de negocios, cuyo gasto medio diario es más elevado. En cuanto al resto de los servicios, las exportaciones avanzaron con mayor intensidad que las importaciones, con un comportamiento dinámico en ambos casos, lo que ha propiciado una ligera corrección de su déficit, hasta situarse en el 1% del PIB nominal.

El déficit de rentas explicó la mayor parte del incremento de la necesidad de financiación.

En un contexto de incremento generalizado de los tipos de interés y de creciente endeudamiento exterior de la economía española —que situó su posición de inversión internacional en un saldo deudor próximo al 70% del PIB al cierre de 2007—, el déficit de rentas de inversión amplió en 0,9 pp su peso en el PIB, hasta el 2,8% del PIB. Desde la óptica de la Balanza de Pagos, que permite un análisis más desagregado de esta rúbrica, el aumento del saldo deficitario de rentas se apreció especialmente en las inversiones en cartera, y más concretamente en los bonos y en las obligaciones, que continuaron siendo la principal fuente de financiación

CUENTA DEL RESTO DEL MUNDO GRÁFICO 5.14



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

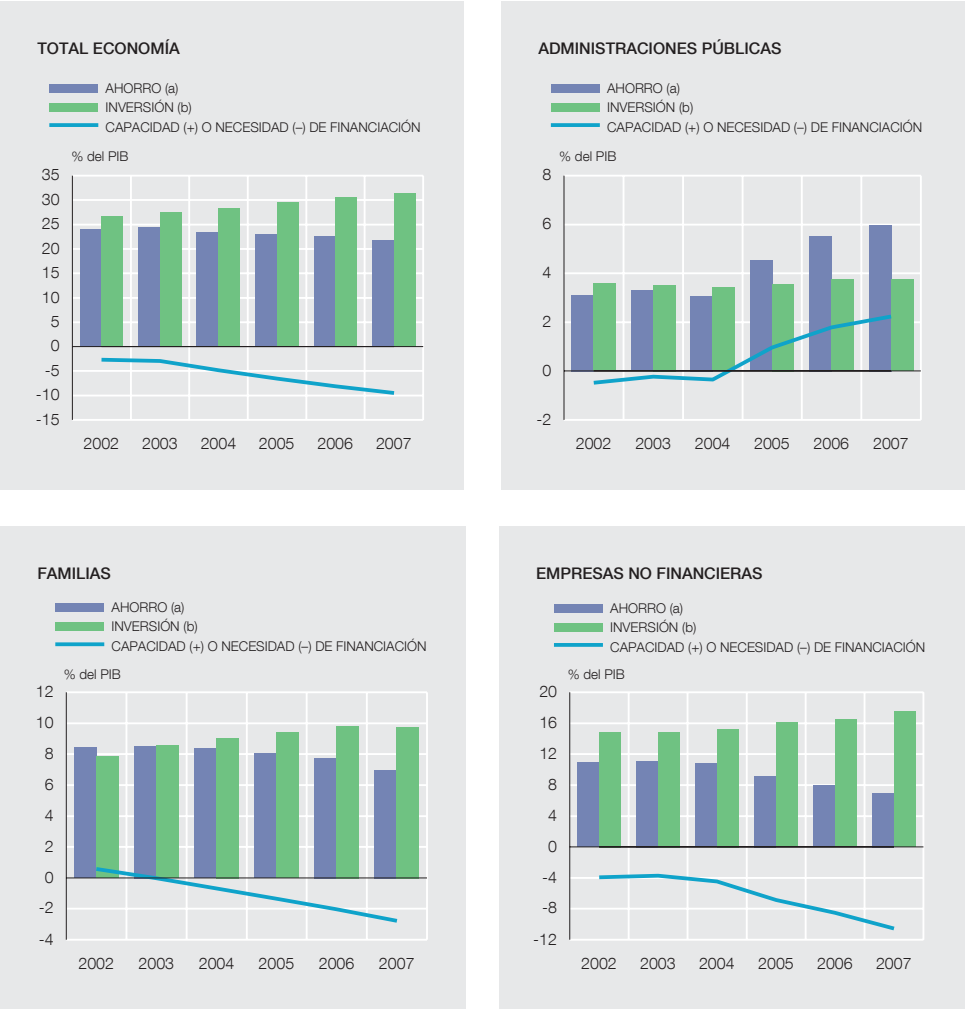
de la economía española, a pesar del cambio experimentado tras las turbulencias financieras desencadenadas en verano. Por su parte, el superávit de las rentas de inversión exterior directa disminuyó significativamente en 2007, como resultado del retroceso de los cobros por dividendos y del aumento de los pagos por este concepto.

El déficit de transferencias corrientes se corrigió ligeramente, pero no pudo compensar la disminución del superávit de las operaciones de capital

Las transferencias corrientes netas se saldaron en 2007 con un déficit del 0,6% del PIB, una décima menos que en 2006, con un ritmo de crecimiento de los ingresos que superó sensiblemente al de los pagos. Por el lado de los pagos, continuaron aumentando los correspondientes a las AAPP en concepto de ayuda al desarrollo, tendencia que podría mantenerse en los próximos años a la luz de los objetivos de crecimiento establecidos para este tipo de fondos. Los pagos netos por remesas de emigrantes —que ya ascienden al 0,8% del PIB, de acuerdo con los datos de Balanza de Pagos— también se incrementaron, aunque a un ritmo más moderado que en 2006. Por su parte, el peso en el PIB del superávit de las operaciones de capital volvió a disminuir dos décimas, hasta el 0,5%. Dentro del conjunto de transferencias corrientes y de capital, el saldo superavitario con la UE mejoró ligeramente, interrumpiendo la senda de descenso de los últimos años. Este aumento fue resultado de la caída de los pagos corrientes a la UE, que compensó la ligera disminución en porcentaje del PIB de los ingresos, reflejo del leve descenso de las transferencias de capital.

AHORRO, INVERSIÓN Y CAPACIDAD O NECESIDAD DE FINANCIACIÓN

GRÁFICO 5.15



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Ahorro nacional bruto.
b. Formación bruta de capital.

La ampliación de la necesidad de financiación de la nación reflejó el comportamiento de las empresas no financieras, en un contexto de dinamismo de la inversión empresarial, y de las familias.

El incremento de las necesidades de financiación de la economía española en 2007 se explica no solo por el aumento de la inversión (de 0,7 pp, hasta el 31,4% del PIB), sino también por el descenso del ahorro nacional (de seis décimas, hasta situarse en el 21,9% del PIB) (véase gráfico 5.15). El avance de la inversión se concentró fundamentalmente en las empresas no financieras —y, concretamente, en los bienes de equipo—, lo que constituye un rasgo favorable, ya que supone un aumento de la dotación de capital productivo de la economía. Por su parte, la inversión de familias y de AAPP se mantuvo prácticamente estable en porcentaje del PIB. En cuanto al ahorro, el descenso observado en 2007 fue el resultado de las caídas de 1,4 pp del PIB en el caso de las sociedades no financieras y de 0,8 pp en el de las familias, lo que supone una intensificación de la senda decreciente observada en los últimos años en ambos sectores. En sentido contrario, el ahorro público continuó incrementándose. En consecuencia, el aumento de la necesidad de financiación de la nación en 2007 se debió a la ampliación del saldo deudor de las empresas no financieras (de 2,1 pp, hasta el 10,6% del PIB) y de las familias, que se incrementó en ocho décimas, hasta situarse en el 2,8% del PIB. La mejora del superávit presupuestario en cuatro décimas, hasta el 2,2% del PIB, solo compensó parcialmente el efecto de las decisiones de ahorro e inversión del sector privado sobre la necesidad de financiación de la nación.

1 *Introducción*

Durante 2007 las condiciones de financiación del sector privado continuaron endureciéndose, especialmente tras el episodio de turbulencias financieras…

La evolución financiera de la economía española mostró durante el primer semestre de 2007 una continuidad de las principales tendencias observadas el año anterior. Así, el aumento de los tipos de interés del Eurosistema y de los mercados monetarios se trasladó al coste de financiación del sector privado, al tiempo que prosiguió la pauta de gradual desaceleración del precio de la vivienda iniciada en 2004. En este contexto, la deuda de los hogares continuó ralentizándose y la de las sociedades empezó a evidenciar los primeros síntomas de moderación. Aunque durante esta primera mitad del ejercicio las entidades continuaron cubriendo la brecha entre los avances del crédito y de los depósitos mediante las emisiones de renta fija a largo plazo, esta pauta de comportamiento cambió sustancialmente después del verano.

De hecho, durante el segundo semestre la evolución financiera estuvo condicionada por las turbulencias que se originaron a raíz del aumento de la morosidad de las hipotecas estadounidenses de alto riesgo. Este episodio se tradujo en una reevaluación generalizada de los riesgos y en tensiones importantes en los mercados interbancarios y de renta fija internacionales que llevaron a un repunte de los diferenciales crediticios, que fue más acusado en el caso de la deuda emitida por el sector financiero y, en particular, para los instrumentos de titulización y los productos estructurados.

Este episodio supuso un endurecimiento de las condiciones de financiación del sector privado, por dos vías. Por una parte, el tensionamiento de los tipos de interés de las operaciones interbancarias y el repunte de las primas de riesgo crediticio de la deuda corporativa se tradujeron en incrementos adicionales del coste de los recursos financieros de hogares y sociedades. Por otra, de acuerdo con los resultados de la Encuesta de Préstamos Bancarios, las entidades aplicaron unos criterios de concesión de crédito más restrictivos, como consecuencia, fundamentalmente, de la reevaluación del riesgo, en un contexto de deterioro de las perspectivas económicas globales. Las mayores dificultades de obtención de fondos en los mercados mayoristas habrían tenido, en cambio, un impacto limitado sobre la oferta crediticia.

acentuándose algo el descenso en la tasa de crecimiento de la deuda de hogares y sociedades.

De este modo, durante el segundo semestre se intensificó la desaceleración de la deuda del sector privado no financiero, situándose al cierre de 2007 en niveles en el entorno del 13% en el caso de los hogares y del 17% en el de las empresas (unos 7 pp y 11 pp, respectivamente, menos que un año antes), en un contexto en el que se mantuvo la pauta de ralentización gradual del precio de los inmuebles (4,8% de crecimiento interanual en diciembre de 2007, frente al 9,1% en el mismo período de 2006), que ha continuado durante los primeros meses de 2008. La reducción en el ritmo de expansión del crédito concedido por las entidades residentes a las sociedades fue especialmente acusada en los fondos destinados a la construcción y a los servicios inmobiliarios, que aun así terminaron el ejercicio con aumentos interanuales por encima del 14% y del 24%, respectivamente. Esta evolución fue, no obstante, compatible con una ligera aceleración de los recursos canalizados hacia la industria y otros servicios (con unas tasas de crecimiento que aumentaron, respectivamente, del 14% y del 21% en 2006, a casi el 19% y el 23% el pasado ejercicio), en línea con el dinamismo de la inversión productiva acometida por estas ramas.

El ritmo de avance de la ratio de endeudamiento del sector privado se moderó y la riqueza de las familias se estabilizó.

El menor dinamismo de la financiación captada por el sector privado determinó incrementos más moderados que en años anteriores de sus ratios de endeudamiento. La carga financiera asociada se expandió, sin embargo, en mayor medida, debido al aumento del coste medio de los pasivos, lo que contribuyó a frenar el avance de las rentas netas de los hogares y de las sociedades.

Por su parte, la riqueza neta de las familias apenas mostró variaciones en términos reales, como resultado de un moderado incremento del componente inmobiliario, sustentado en la revalorización de la vivienda, que compensó el ligero descenso del valor de los activos financieros netos.

La posición financiera de los bancos sigue siendo sólida y el efecto directo de las turbulencias fue muy limitado…

Las entidades de crédito españolas se enfrentaron a las turbulencias desde una posición de solidez patrimonial, reflejada en reducidas ratios de morosidad (tanto desde el punto de vista internacional como históricamente), altos niveles de rentabilidad, una holgada solvencia y una amplia cobertura de los créditos dudosos con las provisiones acumuladas durante los años de bonanza. Esta posición se vio afectada comparativamente menos que en otros países por el episodio de inestabilidad, ya que su exposición a las hipotecas de alto riesgo estadounidenses era muy limitada, no mantenían compromisos de financiación con los vehículos estructurados que invierten en esos activos y sus necesidades de refinanciación a corto plazo eran relativamente reducidas.

aunque a raíz de este episodio se ha dificultado la financiación de la brecha entre el crédito y los depósitos.

No obstante, las turbulencias han supuesto un endurecimiento de las condiciones de financiación de las entidades en los mercados mayoristas internacionales, especialmente en los de deuda a largo plazo, que son precisamente aquellos a los que más habían recurrido durante los últimos años. En estas circunstancias, en los pasivos de estos intermediarios han ganado peso los instrumentos a más corto plazo, como las emisiones de pagarés, cuyo coste se vio menos afectado por las perturbaciones, y los préstamos interbancarios, incluyendo las operaciones frente al Eurosistema. Esta evolución supone lógicamente un incremento del riesgo de refinanciación, si bien el tamaño relativo de estas fuentes a corto plazo se sitúa todavía en niveles moderados (alrededor del 13% de los pasivos a finales de 2007, aproximadamente 2 pp por encima del registro del ejercicio precedente).

El menor recurso a la financiación con valores a largo plazo tuvo su reflejo en la evolución de los flujos financieros de la economía con el resto del mundo. Así, durante el último semestre el sector financiero privado tuvo un papel menos activo en la canalización de las entradas de capital hacia nuestro país. En paralelo, y ligado también en parte con el episodio de turbulencias, se redujo la adquisición neta de activos exteriores por parte de las empresas y los inversores institucionales. No obstante, esto no fue suficiente para contrarrestar el descenso en la captación de recursos foráneos por las instituciones financieras, por lo que una parte de los fondos necesarios para financiar el déficit de la cuenta corriente se cubrió mediante la disminución de la posición acreedora del Banco de España frente a los no residentes, especialmente en el tercer trimestre y también, aunque en menor medida, durante los últimos tres meses del ejercicio.

La posición patrimonial agregada del sector privado es sólida, pero las tensiones financieras pueden afectar al dinamismo económico.

La robustez patrimonial de las entidades de crédito, las reducidas exposiciones que mantenían a los activos afectados por las turbulencias y la estructura financiera de sus pasivos centrada en los plazos largos han limitado hasta ahora el impacto de esta perturbación sobre el coste y la disponibilidad de financiación del sector privado. No obstante, en un contexto en el que nuestra economía presenta unas elevadas necesidades de fondos externos, la duración de este episodio y la incertidumbre sobre su finalización conllevan el riesgo de que las condiciones crediticias internas se puedan volver más restrictivas.

Por otra parte, durante 2007 se moderó el ritmo de expansión de la deuda de las familias y las empresas, de modo que esta variable empezó a encauzarse hacia una senda más sostenible. Al mismo tiempo, la evolución del precio de la vivienda continuó siendo coherente con un escenario de aproximación gradual de las valoraciones inmobiliarias a su nivel de equilibrio de largo plazo. De este modo, en la actualidad la posición patrimonial agregada de los hogares y

de las sociedades no muestra síntomas de fragilidad. No obstante, la composición de estos sectores no es homogénea y esta posición global sólida no es incompatible con la existencia de algunos grupos de agentes con mayor vulnerabilidad relativa. La pauta de ralentización en la que se ha adentrado la economía tenderá previsiblemente a aumentar el grado de presión financiera, sobre todo en aquellos segmentos con un mayor endeudamiento y que desarrollan su actividad en las ramas más afectadas por la desaceleración del PIB. En todo caso, los márgenes de seguridad con los que cuenta el sistema financiero suministran una importante línea de resistencia frente a una eventual materialización de los riesgos de mayor presión financiera.

2 Los flujos financieros de la economía española

2.1 LOS HOGARES

Las necesidades de financiación de los hogares se mantuvieron estables, al tiempo que se redujeron los flujos de pasivo y…

Las necesidades de financiación de los hogares se situaron durante 2007 en el 1,6% del PIB, cifra similar a la del año precedente. Esta evolución fue compatible con un descenso de los flujos brutos de activo y de pasivo del sector, que se situaron en el 7,1% y en el 8,7% del PIB, respectivamente (véase gráfico 6.1).

De este modo, la tasa de variación interanual de la financiación de las familias se situó alrededor del 13%, frente a casi el 20% en el ejercicio anterior. Esta trayectoria resultó coherente con la evolución de los determinantes fundamentales de esta variable. Así, como se explica en el recuadro 6.1, el menor dinamismo del crédito a los hogares estuvo vinculado al endurecimiento de las condiciones de financiación, y a la desaceleración del precio de los inmuebles y del gasto del sector. Esta ralentización se observó tanto en los fondos para la adquisición de vivienda (cuya tasa de expansión interanual acabó cercana al 13% tras experimentar ritmos de avance en el entorno del 20% desde el año 2000) como en aquellos destinados al consumo y otras finalidades, que a finales de 2007 presentaban un crecimiento del 11%, aproximadamente 6 pp por debajo del registrado en diciembre de 2006.

de activo, que vinieron acompañados de una recomposición por instrumentos.

El aumento de las tenencias de activos vino acompañado, sobre todo a partir del tercer trimestre, de un desplazamiento hacia aquellos productos menos expuestos a la volatilidad de los mercados financieros y, en particular, hacia aquellos de mayor remuneración, movimiento que, además, se vio favorecido por el incremento de las rentabilidades ofrecidas por las entidades de crédito, en un contexto de tensiones en los mercados mayoristas y de creciente competencia en la captación de recursos (véase recuadro 6.2). De este modo, los depósitos a plazo crecieron a un ritmo interanual por encima del 25%, mientras que el resto de depósitos y las participaciones en fondos de inversión presentaron tasas de expansión negativas y los seguros y fondos de pensiones exhibieron un menor dinamismo que en 2006.

2.2 LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Continuaron aumentando las necesidades de financiación de las sociedades...

Las necesidades de fondos de las sociedades no financieras volvieron a experimentar un notable aumento, propiciado, en parte, por el continuado dinamismo de la formación bruta de capital y por una cierta contracción del ahorro. De este modo, el saldo deudor de las operaciones financieras netas del sector creció hasta situarse cerca del 12% del PIB, casi 3 pp por encima del registro del año anterior.

Esta evolución vino acompañada por un descenso de más de 9 pp del PIB en la inversión financiera de las empresas, que se situó en el 14% del PIB (véase gráfico 6.1). Esta desaceleración en la adquisición de activos se manifestó principalmente en un menor dinamismo de las compras de acciones y otras participaciones, en especial de sociedades no residentes. En consecuencia, la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto del sector y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, apenas creció, representando el 17% del PIB (frente al 16,4% el año anterior).

OPERACIONES FINANCIERAS DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO
(Evolución y contribución de los componentes)

GRÁFICO 6.1

FUENTE: Banco de España.

a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.
b. Excluye fondos de inversión.
c. Está compuesto en gran parte por créditos comerciales.

aunque su deuda comenzó a desacelerarse, sobre todo la de constructoras e inmobiliarias.

También se redujeron los flujos de pasivo de las sociedades, hasta representar el 25% del PIB (6 pp menos que un año antes). Esta disminución afectó a todas las partidas que integran la financiación ajena con coste explícito, entre las que el crédito de las entidades residentes continuó manteniendo una importancia destacada. De este modo, en conjunto, la deuda del sector se desaceleró de forma significativa, si bien siguió creciendo a un ritmo elevado (en el entorno del 17%, frente al 28% registrado el año precedente). Esta tendencia viene explicada fundamentalmente por la ralentización de los fondos destinados a las empresas dedicadas a la construcción y a la promoción inmobiliaria, con ritmos de avance del crédito bancario del 14% y 24%, respectivamente (frente al 33% y 50% en 2006), ya que en el resto de ramas se observó incluso una cierta aceleración, en línea con el dinamismo de la inversión productiva privada. En cambio, la captación de recursos propios mantuvo un mayor vigor y supuso el 5% del PIB, el doble que en 2006.

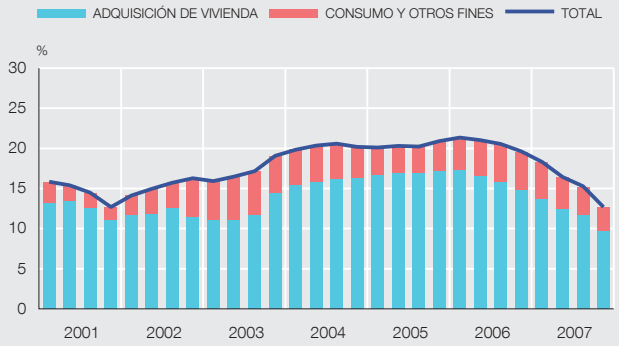
Tras un período prolongado de intenso dinamismo, el crédito concedido a los hogares comenzó a mostrar en 2006 los primeros síntomas de moderación, que se han acentuado ligeramente en el transcurso del pasado ejercicio. No obstante, el ritmo de avance ha seguido siendo relativamente elevado, situándose alrededor del 13%, en términos interanuales, en diciembre. Por componentes, tanto la financiación para adquisición de vivienda como la destinada al consumo y otros fines han contribuido a dicha evolución (véase gráfico 1). Así, el crecimiento de los fondos captados para la compra de inmuebles descendió en 2007 en 6 pp, hasta el 13%, tras haberse situado en el entorno del 25% apenas dos años antes. Por su parte, la tasa de variación del crédito para el consumo y otros fines, que había evidenciado un cierto repunte el año anterior, se redujo en una cuantía similar, y acabó creciendo al 11% (véase gráfico 2).

El perfil de descenso en la tasa de expansión de la financiación a los hogares que se inició en 2006 ha sido coherente, en gran medida, con la evolución reciente de sus principales determinantes. Como puede apreciarse en el gráfico 3, la riqueza de las familias, que constituye una variable muy importante para explicar el comportamiento de su deuda, dado el papel de los inmuebles como garantía de los préstamos, ha registrado una intensa ralentización, más marcada en 2007, como consecuencia de la desaceleración en el precio de la vivienda. Al mismo tiempo, el menor vigor mostrado por el consumo y la inversión residencial, junto con el curso creciente del coste de los préstamos bancarios desde finales de 2005, ha propiciado una atenuación en el crecimiento de los pasivos de las familias.

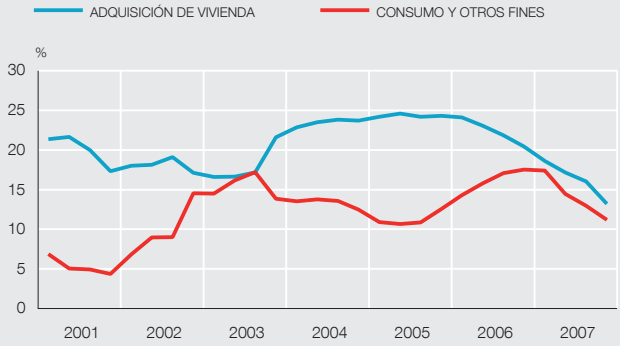
De acuerdo con los resultados de la estimación de una ecuación para el crédito a los hogares en términos reales[1], la evolución observada en los pasivos de las familias españolas, tanto en el período de expansión de la primera mitad de la década como en la actual fase de desaceleración gradual, puede explicarse por el comportamiento de sus determinantes fundamentales. Así, el elevado dinamismo de la financiación a las familias en el período 2001-2005 ha venido motivado por el incremento de su riqueza, por la fortaleza del consumo y la inversión en vivienda, y por la vigencia de condiciones de financiación muy favorables. Por el contrario, en los dos últimos años, y especialmente durante 2007, la contribución de estos factores al cre-

1. Para más detalles, véase Nieto (2007), *The determinants of households credit in Spain,* Documentos de Trabajo, n.º 0716, Banco de España.

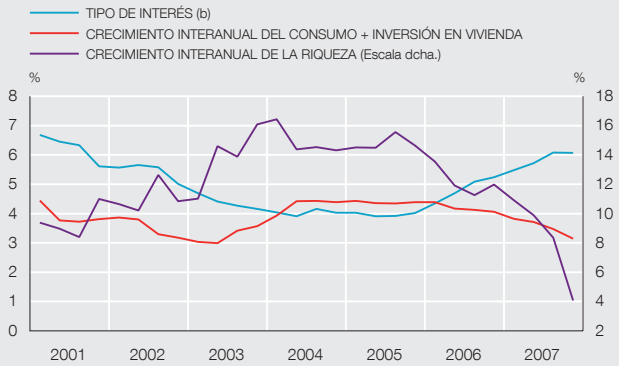
1 CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO A LOS HOGARES. CONTRIBUCIÓN POR COMPONENTES



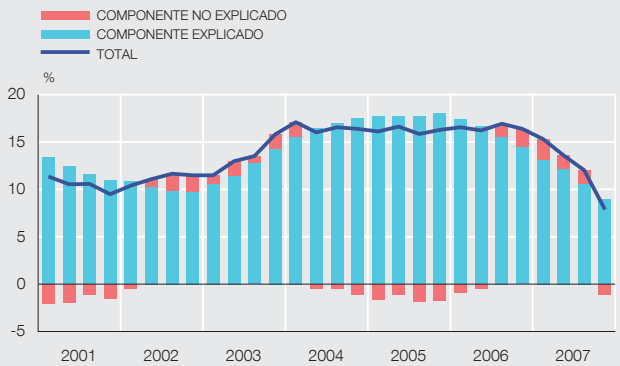
2 CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO A LOS HOGARES SEGÚN LA FINALIDAD



3 EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES DETERMINANTES (a)



4 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO A HOGARES EN TÉRMINOS REALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Todas las variables estan en términos reales, excepto el tipo de interés.
b. Calculado como una media ponderada de los tipos de operaciones nuevas del crédito a hogares para adquisición de vivienda y para consumo y otros fines.

cimiento de los pasivos del sector se ha moderado notablemente, llegando a ser negativa en el caso del tipo de interés.

Finalmente, cabe mencionar que, en el último trimestre de 2007, el crédito a los hogares creció ligeramente por debajo del valor esperado, de acuerdo con los determinantes incluidos en la ecuación estimada, tras varios períodos mostrando ritmos de avance algo por encima de los previstos (véase gráfico 4). Esta discrepancia podría estar relacionada con el endurecimiento en los criterios y condiciones de concesión de préstamos a las familias que se ha producido a raíz de las turbulencias financieras surgidas el pasado verano, como se desprende de las respuestas a las últimas ediciones de la Encuesta de Préstamos Bancarios. En todo caso, la reducida diferencia entre el crecimiento observado de la financiación a las familias y el explicado por el modelo sugiere que la importancia de este factor ha sido hasta ahora limitada.

2.3 LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

La capacidad de financiación de las AAPP volvió a aumentar.

Las AAPP continuaron expandiendo su capacidad de financiación, que se situó en el 2,2% del PIB, 0,4 pp más que en 2006 (véase gráfico 6.2). Esta mejoría fue consecuencia del aumento del superávit de la Administración Central, ya que el pasado ejercicio se redujo algo el excedente financiero de la Seguridad Social y creció ligeramente el déficit de las Administraciones Territoriales. El desglose por instrumentos muestra cómo el grueso del ahorro del sector público se materializó en un incremento del volumen de depósitos neto de créditos. Por su parte, a lo largo de 2007 se produjeron una disminución del saldo vivo de valores a largo plazo en manos del resto de sectores y un ascenso del de los de corto plazo, aunque en ambos casos por un importe reducido.

2.4 LA INVERSIÓN Y LA FINANCIACIÓN EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Aumentaron las necesidades de financiación…

Como consecuencia del aumento de los fondos requeridos, en términos netos, por el sector privado no financiero (fundamentalmente, por las empresas), que no fue compensado por la mejoría en los saldos acreedores de las AAPP y las instituciones financieras, las necesidades de financiación de la economía española volvieron a elevarse, de modo que el saldo deudor de sus operaciones netas alcanzó el 9,5% del PIB (véase gráfico 6.3).

y, tras las turbulencias, se produjeron cambios importantes en la evolución de los flujos financieros con el exterior.

En el conjunto del año, las necesidades de financiación de la nación continuaron siendo intermediadas mayoritariamente a través de las instituciones financieras (excluyendo los inversores institucionales). Sin embargo, a raíz de las turbulencias, las entradas de capital canalizadas a través de este sector se redujeron notablemente. En paralelo, se produjeron una contracción en el ritmo de acumulación de activos netos frente a no residentes por parte de las sociedades y de los inversores institucionales, desarrollo este último vinculado en parte con los reembolsos netos de participaciones en fondos de inversión, y un descenso de los pasivos de las AAPP en poder de los no residentes, en consonancia con el retroceso del saldo vivo de estos instrumentos. Todos estos cambios llevaron a que una parte de los recursos necesarios para financiar el déficit de la cuenta corriente se cubriera mediante la disminución de la posición acreedora del Banco de España frente al exterior (véase gráfico 6.3).

Las entradas de capital presentaron un volumen en relación con el PIB inferior en casi 4 pp al de 2006, mostrando además, a partir del verano, cambios importantes en su composición. Así, se moderó sensiblemente el avance de los pasivos frente a no residentes canalizados a través de valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras, alcanzando para el conjunto de 2007 un importe en torno al 9% del PIB, casi 11 pp menos que en 2006, en consonancia con el menor dinamismo de las colocaciones de renta fija a largo plazo a raíz del endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados internacionales de deuda (véase cuadro 6.1). Por el contrario, los recursos captados por estas entidades en el interban-

Durante 2007 se produjeron algunos cambios significativos en la composición de la cartera de activos financieros de las familias. En particular, destaca el avance de los depósitos a plazo, que crecieron a una tasa superior al 25%, convirtiéndose en el destino de más de la mitad de los flujos netos (véase gráfico 1). También aumentó, aunque en menor medida, la adquisición neta de valores de renta fija y de acciones. En cambio, las inversiones netas materializadas en depósitos a la vista y en fondos de inversión fueron negativas, al tiempo que se observó un menor dinamismo en las aportaciones a seguros y fondos de pensiones.

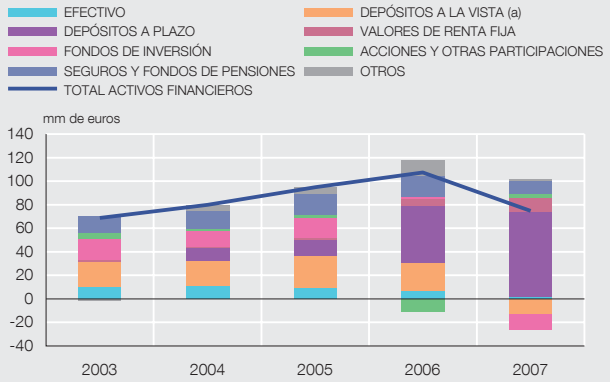
Varios factores pueden ayudar a explicar esta recomposición de la cartera de las familias en la que los depósitos a plazo han ganado peso a costa de los depósitos a la vista y los fondos de inversión. Así, algunos de estos desarrollos empezaron a observarse a finales de 2006, impulsados por los cambios fiscales introducidos por la Ley 35/2006, del IRPF, que igualaron el gravamen aplicado a las distintas rentas procedentes del ahorro[1], de modo que los fondos de inversión dejaron de disfrutar de algunas de las ventajas relativas de las que gozaban hasta entonces.

En este entorno, la aparición de las turbulencias financieras durante el pasado verano ha sido uno de los principales factores que han intensificado los cambios en la composición de la cartera de los hogares. Este episodio ha supuesto un notable aumento de la volatilidad de las cotizaciones en los mercados, especialmente en el caso de las acciones, que ha podido favorecer el desplazamiento desde instrumentos vinculados a la renta variable hacia activos con menor riesgo, como los depósitos. El hecho de que hayan sido precisamente los fondos de inversión distintos a los que invierten en renta fija en euros los que han experimentado en mayor medida los reembolsos netos apunta en esta dirección (véase gráfico 2).

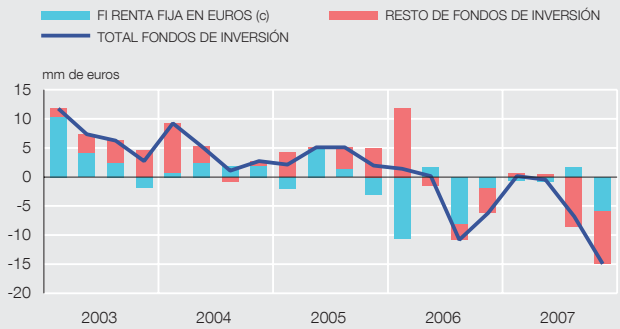
Además, las dificultades de obtención de fondos en los mercados mayoristas que han acompañado al episodio de turbulencias han propiciado una política más activa de captación de depósitos por parte de las entidades, especialmente en el segmento de los depósitos a plazo, productos que ofrecen una mayor rentabilidad. Fue precisamente durante el segundo semestre de 2007 cuando se produjo un mayor aumento de los flujos dirigidos a estos instrumentos (véase gráfico 3).

1. Véase Víctor García Vaquero y Luis Ángel Maza, «El tratamiento de los instrumentos financieros en el nuevo IRPF», *Boletín Económico*, enero de 2007.

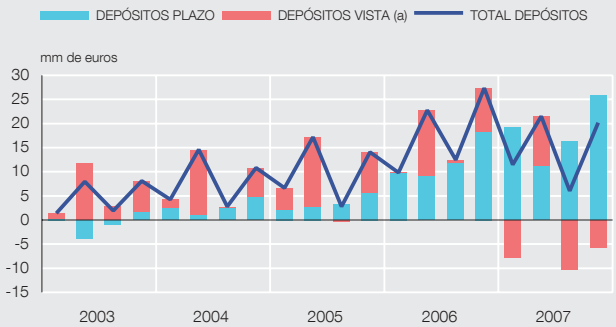
1 ACTIVOS FINANCIEROS. FLUJOS



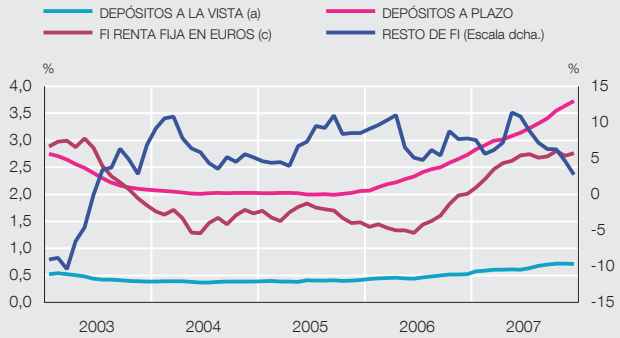
2 INVERSIÓN NETA EN FONDOS DE INVERSIÓN (b)



3 INVERSIÓN NETA EN DEPÓSITOS



4 RENTABILIDAD DE ALGUNOS ACTIVOS FINANCIEROS



FUENTE: Banco de España.

a. Incluye los depósitos de ahorro.
b. Se presentan las suscripciones netas del total de fondos de inversión, con independencia del agente inversor.
c. Incluyen los FIAMM.

Finalmente, la ampliación del diferencial de rentabilidad entre los depósitos a plazo, que han seguido más de cerca la evolución de los mercados financieros, y a la vista, más resistentes a aumentos en los tipos de interés, ha incrementado el coste de oportunidad de mantener en la cartera los depósitos menos remunerados (véase gráfico 4).

Estos desarrollos tienen algunas implicaciones importantes. Por una parte, el descenso del peso de la cartera ligada a la renta variable a favor de depósitos supone una menor variabilidad del valor de los activos, aunque a costa, lógicamente, de renunciar a una rentabilidad esperada a largo plazo más elevada. Por otra parte, la recomposición entre depósitos a la vista y a plazo implica un aumento de la remuneración, perdiéndose algo de liquidez. Desde el punto de vista de las entidades de crédito, en la medida en que el importe de las ventas de fondos de inversión se haya destinado a depósitos, se han podido captar fondos en un momento en el que su obtención mediante otras vías se ha visto dificultada. No obstante, más allá del posible trasvase, el mantenimiento del dinamismo de los depósitos en el medio plazo viene limitado por el margen existente para el aumento del ahorro de los hogares.

cario aumentaron de forma significativa, representando casi el 7% del PIB, 6 pp más que en el ejercicio precedente, de modo que el flujo neto de los fondos exteriores procedente de este mercado pasó a ser positivo. También se incrementaron notablemente las tenencias de acciones y otras participaciones de sociedades no financieras por parte de los no residentes, lo que es coherente con el repunte de la inversión directa extranjera en España, que se situó en el entorno del 4% del PIB (1,5 pp más que en 2006), desarrollo que viene explicado, en gran medida, por una operación corporativa puntual.

Las salidas de capital también descendieron, alcanzando un volumen equivalente al 13% del PIB, 5 pp menos que el año precedente. Las inversiones de las entidades de crédito se materializaron principalmente en acciones y otras participaciones y en préstamos interbancarios. Por el contrario, los inversores institucionales deshicieron posiciones, en términos netos, en el resto del mundo, tanto en instrumentos de renta fija como de variable. Por otra parte, se contrajo la compra de acciones y otras participaciones por parte de las sociedades no financieras en relación con 2006, como resultado de una reducción sustancial de sus adquisiciones en cartera, ya que la inversión directa de España en el extranjero aumentó ligeramente, en términos del PIB, situándose por encima del 8%.

El saldo deudor de la posición de inversión internacional volvió a elevarse.

Como consecuencia de las operaciones comentadas en esta sección y de la variación en los precios de los instrumentos financieros y en el tipo de cambio se produjo un aumento en el saldo deudor de la economía española frente al resto del mundo, hasta situarse en el entorno del 70% del PIB, alrededor de 11pp más que a finales de 2006. Esta evolución es el resultado del incremento del valor de la deuda externa del sector privado (fundamentalmente, de las instituciones financieras) y de la reducción de la posición acreedora neta del Banco de España, que no fueron compensadas por la disminución de los pasivos acumulados por las AAPP frente a los no residentes.

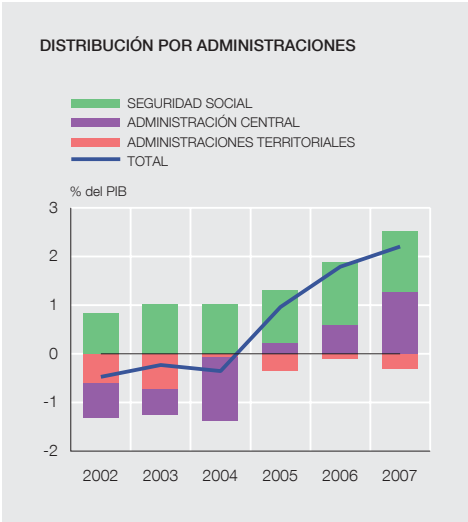
3 Los mercados financieros españoles

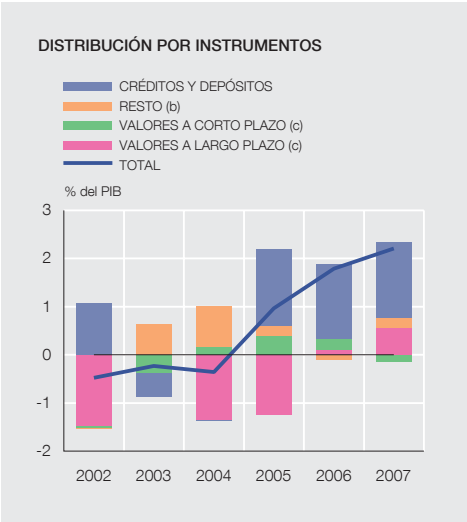
3.1 LOS MERCADOS PRIMARIOS

La emisión neta de valores creció, aunque menos que en 2006, debido al estancamiento del mercado de renta fija…

La emisión neta de valores negociables acometida por los sectores residentes alcanzó en 2007 los 265 mm de euros, lo que supone un ritmo de avance interanual del 15%, frente al 26% registrado en 2006 (véase cuadro 6.2). Tras varios años experimentando elevadas tasas de crecimiento, la oferta neta de títulos de renta fija en el conjunto del pasado ejercicio se mantuvo en torno a los mismos niveles del año precedente, evolución que se explica fundamentalmente por el menor recurso de las entidades de crédito (uno de los principales emisores) a estos mercados, en un contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación a raíz de las turbulencias financieras, que fue especialmente intenso en el caso de los instrumentos a más largo plazo.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a) GRÁFICO 6.2
(Evolución y contribución de los componentes)





FUENTE: Banco de España.

a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
b. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones y las inversiones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el resto de las AAPP.
c. Solo recoge operaciones de pasivo.

Tal como se observa en el cuadro 6.2, las colocaciones realizadas directamente por las entidades de crédito descendieron en el conjunto del ejercicio un 22%, movimiento que resultó fundamentalmente del retroceso de las operaciones a más largo plazo. Por el contrario, las emisiones netas de pagarés experimentaron un notable dinamismo. Resulta también destacable el repunte de las operaciones llevadas a cabo por las filiales de estos intermediarios en el exterior (ligada también en gran medida a los instrumentos de corto plazo), cuya oferta neta presentó un valor positivo tras tres años de registros negativos.

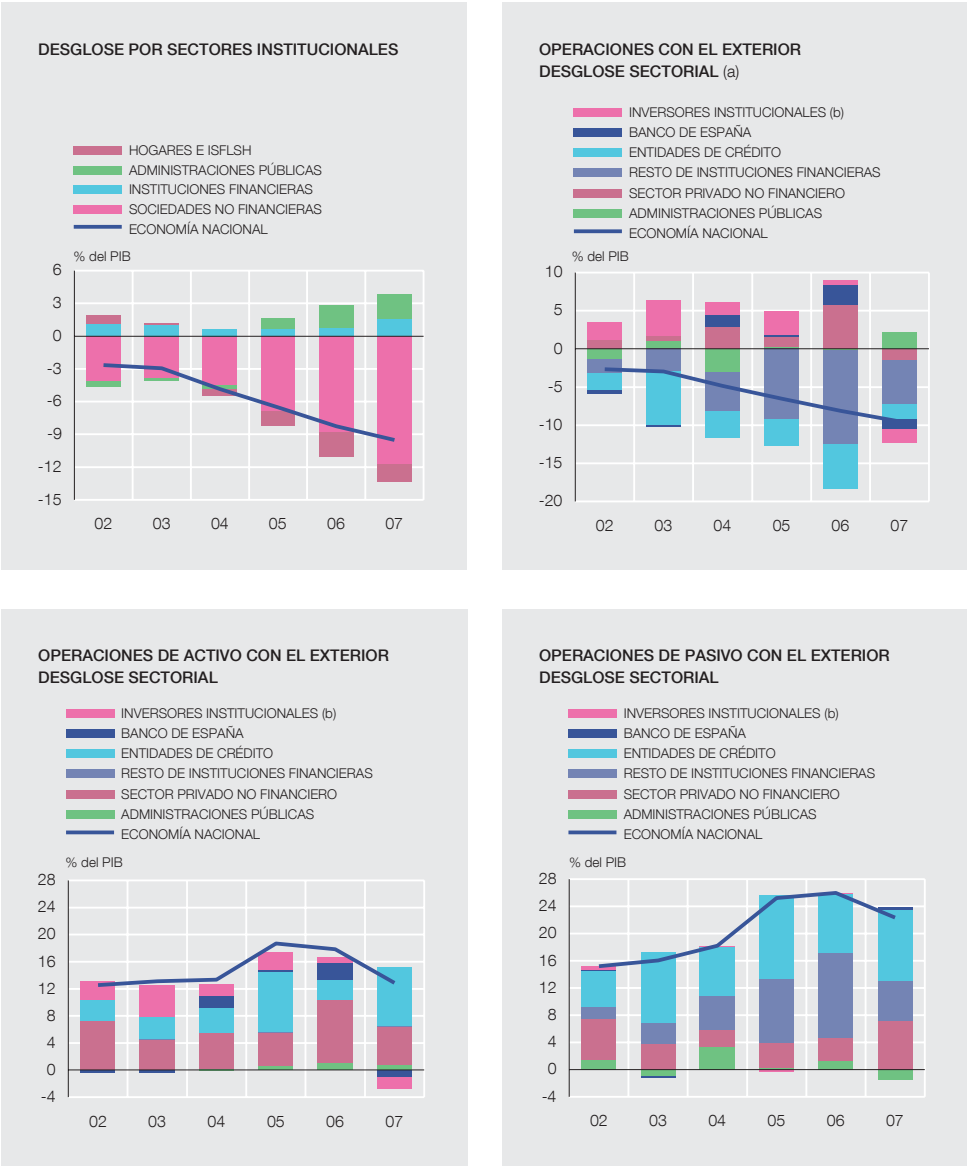
Durante el segundo semestre las entidades de crédito siguieron haciendo un uso intensivo del recurso a la titulización, pero una parte destacada de los valores emitidos los mantuvieron en sus carteras con el fin de facilitar la obtención recursos en el futuro, en un contexto en el que aumentó la incertidumbre sobre la evolución de sus necesidades de liquidez. De este modo, continuó el elevado dinamismo de la emisión neta de los fondos de titulización, superando los 106 mm de euros, lo que supone un crecimiento interanual por encima del 50%.

Por su parte, la financiación que, en términos netos, captaron las sociedades no financieras mediante emisiones de valores de renta fija, ejecutadas directamente o a través de filiales residentes y no residentes, apenas superó en 2007 los 7 mm de euros, frente a los 11 mm obtenidos el año precedente. Este descenso fue el resultado de la menor oferta neta de títulos realizada por las filiales nacionales, ya que los recursos procedentes de las otras dos modalidades superaron los correspondientes importes alcanzados en 2006.

La oferta neta de las AAPP continuó descendiendo, en línea con las menores necesidades de financiación del sector, registrándose valores negativos por segundo año consecutivo. Por

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS
(Evolución y contribución de los componentes)

GRÁFICO 6.3



FUENTE: Banco de España.

a. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.
b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

subsectores, al igual que en 2006, se redujo el saldo vivo de títulos del Estado (en 4,7 mm), mientras que volvió a aumentar el correspondiente a las AATT, aunque por un importe inferior al del ejercicio precedente (0,3 mm).

ya que las emisiones de renta variable crecieron notablemente.

Las emisiones de renta variable mostraron un notable dinamismo, aunque los recursos captados por esta vía continuaron siendo reducidos en comparación con los obtenidos en los mercados de renta fija. Por sectores, destaca el vigor de las ampliaciones de capital realizadas por las sociedades no financieras, que alcanzaron, en términos netos, los 31 mm de euros, lo que supone multiplicar por seis el volumen de las acometidas en 2006. Por su parte, la actividad de ofertas públicas de venta y suscripción se mantuvo en niveles similares a los del ejercicio precedente.

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 6.1

% del PIB

	2004	2005	2006	2007
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-4,8	-6,5	-8,1	-9,5
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,3	18,7	17,9	12,9
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,2	2,2	5,5	2,2
Del cual:				
Interbancario (a)	*0,7*	*3,1*	*3,4*	*4,2*
Valores distintos de acciones	1,8	8,8	-1,2	1,6
De los cuales:				
Entidades de crédito	*1,0*	*6,6*	*-2,1*	*1,8*
Inversores institucionales	*0,3*	*2,3*	*0,6*	*-0,1*
Acciones y otras participaciones	6,8	5,1	10,2	7,6
De las cuales:				
Sociedades no financieras	*3,8*	*3,9*	*7,7*	*5,3*
Inversores institucionales	*0,8*	*0,9*	*1,2*	*-1,0*
Préstamos	0,8	1,1	1,8	0,8
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	18,2	25,2	26,0	22,4
Depósitos	1,7	5,6	0,3	7,3
Del cual:				
Interbancario (a)	*5,0*	*7,2*	*0,6*	*6,7*
Valores distintos de acciones	12,4	15,8	21,7	7,9
De los cuales:				
Administraciones Públicas	*2,7*	*0,2*	*1,3*	*-1,5*
Entidades de crédito	*4,6*	*6,3*	*8,0*	*3,5*
Otras instituciones financieras no monetarias	*5,1*	*9,3*	*12,4*	*5,9*
Acciones y otras participaciones	2,7	0,9	-0,1	4,3
Del cual:				
Sociedades no financieras	*1,7*	*1,0*	*-0,5*	*4,5*
Préstamos	1,3	2,3	3,6	2,5
Otros neto (b)	-0,6	-0,9	-1,0	-0,3
PRO MEMORIA				
Inversión directa de España en el exterior	5,8	3,7	8,1	8,3
Inversión directa del exterior en España	2,4	2,2	2,2	3,7

FUENTE: Banco de España.

a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen *repos.*
b. Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activo que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

3.2 LA ACTIVIDAD EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

La actividad en los mercados secundarios mostró un notable dinamismo.

En los mercados secundarios se apreció un aumento notable de la actividad, aunque con una evolución muy dispar en los distintos segmentos (véase cuadro 6.3). Al igual que en 2006, los más dinámicos fueron los ligados a la renta variable, tanto en la operativa al contado (bolsa) como en la de derivados (MEFF). Así, la contratación de acciones en las bolsas superó los 1.600 mm de euros, lo que supone un crecimiento interanual superior al 44%. La fortaleza del mercado primario, el impulso de las ofertas públicas de adquisición (con 17 operaciones cerradas durante el ejercicio, por un valor de 47 mm de euros) y el repunte de la volatilidad pudieron contribuir a esta evolución. Por su parte, el volumen de negocio con derivados creció por encima del 55% y se concentró, un año más, en los contratos referenciados al índice Ibex 35, si bien las operaciones de opciones sobre acciones y, sobre todo, las de futuros también se expandieron a ritmos elevados.

EMISIONES Y OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES NEGOCIABLES CUADRO 6.2

mm de euros

	2004	2005	2006	2007
EMISIONES NETAS DE RESIDENTES	146,6	184,4	231,6	265,6
RENTA FIJA	129,0	180,2	223,9	219,6
Administración Central	6,7	3,9	-4,8	-4,7
AATT	1,5	2,8	2,1	0,4
Instituciones financieras monetarias	61,4	78,0	97,2	76,1
Otros intermediarios financieros	59,6	95,6	128,5	145,8
De los cuales:				
Fondos de titulización	*43,5*	*53,6*	*69,7*	*106,7*
Filiales de instituciones financieras monetarias	*15,9*	*39,4*	*39,7*	*32,2*
Filiales de sociedades no financieras	*0,0*	*2,6*	*16,1*	*3,7*
Sociedades no financieras	-0,1	-0,1	1,0	2,0
RENTA VARIABLE	17,6	4,2	7,8	46,0
Instituciones financieras monetarias	15,8	1,3	3,0	12,0
Otros intermediarios financieros	0,5	0,0	0,1	3,5
Sociedades no financieras	1,3	3,0	4,6	30,5
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	2,6	0,2	2,5	2,1
PRO MEMORIA				
Emisiones netas de filiales en el extranjero	-30,2	-20,6	-8,5	9,5
Instituciones financieras	-26,6	-15,5	-2,6	8,2
Sociedades no financieras	-3,6	-5,2	-6,0	1,3

FUENTE: Banco de España.

El volumen de negociación en el mercado AIAF superó ampliamente el billón de euros, lo que supone un crecimiento interanual cercano al 24%, con incrementos apreciables en todos los instrumentos, en especial en los títulos de largo plazo.

En el mercado de deuda pública, por el contrario, las cifras de negociación experimentaron un crecimiento muy reducido, que obedeció a un avance interanual por encima del 9% de las operaciones al contado que compensó la caída tanto de las transacciones a plazo como de las *repo* y simultáneas, aunque estas últimas siguieron concentrando el grueso de la actividad.

3.3 LOS PRECIOS NEGOCIADOS EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

Las acciones se revalorizaron moderadamente, aunque tras el verano aumentó la volatilidad.

En el conjunto del año, las cotizaciones bursátiles registraron un avance moderado, sobre todo en comparación con los dos ejercicios anteriores. Así, el IBEX 35 acumuló una revalorización del 7,3%, similar a la del EURO STOXX 50 de las bolsas de la UEM (6,8%) y superior a la del S&P 500 de las de Estados Unidos (3,5%). En su mayor parte, esta ganancia se generó en la primera mitad del año. A partir del verano se elevó sustancialmente la volatilidad de los precios negociados, a raíz del episodio de tensiones financieras. No obstante, el Ibex 35, al igual que el resto de los principales índices internacionales, mostró una notable resistencia durante este período, de modo que. tras las caídas de julio y agosto, se produjo una recuperación en los meses posteriores, cerrando el ejercicio en cotas similares a las observadas al final del primer semestre (véase gráfico 6.4).

Por sectores, el comportamiento en el conjunto de 2007 fue muy heterogéneo. Así, las revalorizaciones más significativas se apreciaron en las ramas de telecomunicaciones (34%) y de petróleo y energía (13%), mientras que los índices que mostraron una evolución más adversa fueron los correspondientes a bancos (–4%), servicios de consumo (–8%) y, sobre todo, inmo-

VOLÚMENES NEGOCIADOS EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS Y DE DERIVADOS CUADRO 6.3

mm de euros

	2004	2005	2006	2007
Mercado de deuda pública en anotaciones (a)	22.834	22.220	22.615	22.664
Contado	2.137	2.338	2.903	3.177
Repo y simultáneas	20.584	19.572	19.385	19.193
Plazo	113	310	327	294
Mercado AIAF de renta fija	567	872	900	1.116
Pagarés	286	404	482	557
Cédulas y bonos de titulización	217	372	325	390
Resto	63	96	94	168
Mercado bursátil de renta fija	83	93	93	90
Mercado bursátil de renta variable	644	854	1.156	1.670
Mercados MEFF de derivados	394	584	934	1.451
IBEX 35	371	544	883	1.384
Opciones sobre acciones	12	17	23	27
Futuros sobre acciones	10	23	28	41

FUENTES: Bolsas y Mercados Españoles, Federación Europea de Bolsas y Banco de España.

a. Solo incluye operaciones con valores del Estado.

biliarias (–40%), a pesar de lo cual este último subíndice cerró el ejercicio por encima del nivel de comienzos de 2006.

A principios de 2008 se produjo un ajuste más acusado en los índices bursátiles nacionales e internacionales, en un contexto en el que la prolongación de la situación de inestabilidad financiera acabó afectando negativamente a las perspectivas económicas globales. De este modo, a finales de abril, el IBEX 35 acumulaba unas pérdidas de aproximadamente un 9%.

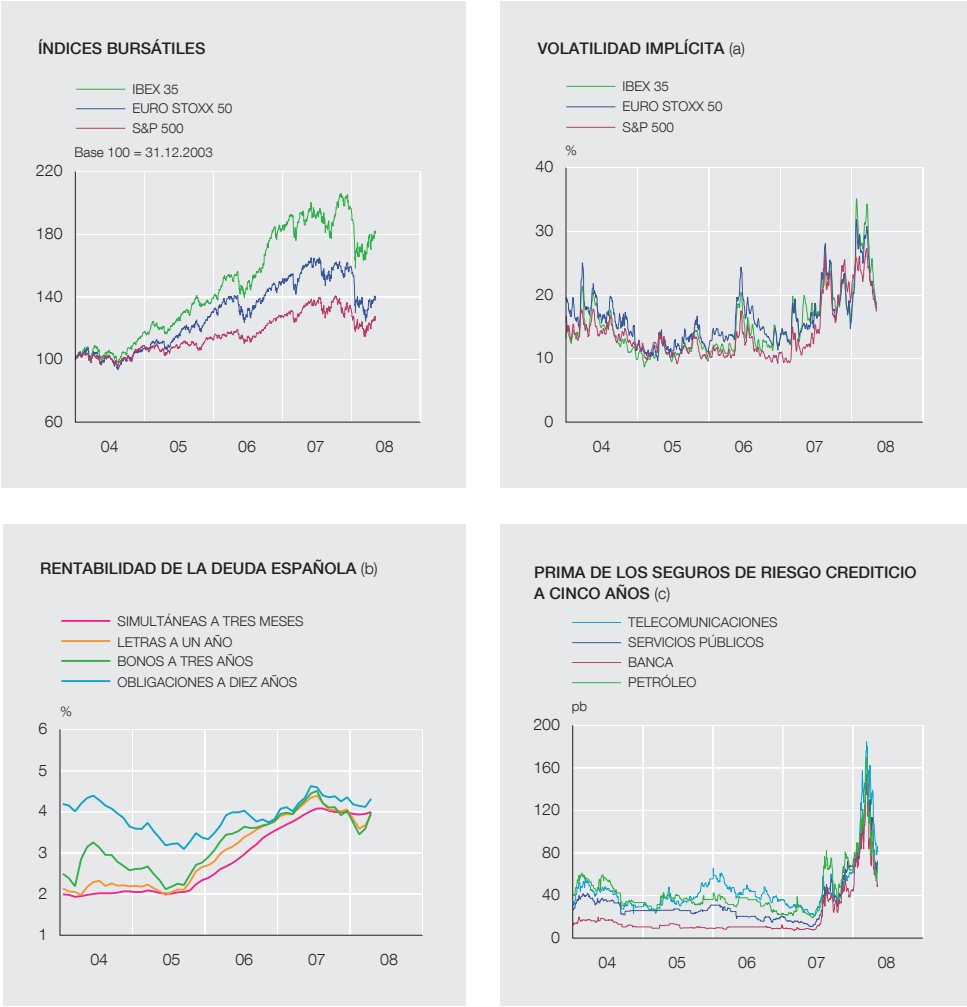
Aumentaron las rentabilidades de la deuda pública en el primer semestre, y se redujeron durante el segundo…

En los mercados de deuda pública las rentabilidades negociadas mostraron una tendencia creciente en todos los plazos durante la primera mitad del año, en consonancia con la evolución observada y prevista de los tipos de intervención del Eurosistema y con las favorables perspectivas macroeconómicas. Así, el tipo de interés de las obligaciones a diez años, que partía del 4% en diciembre de 2006, alcanzó un máximo del 4,7% en julio. A raíz del episodio de inestabilidad financiera, la deuda pública comenzó a operar como activo refugio, lo que, junto con el deterioro del panorama económico internacional, contribuyó al descenso de los tipos de interés, lo que llevó a que la referencia a diez años cerrara el ejercicio en el 4,4%. Durante este período, la rentabilidad de la deuda alemana se redujo en mayor medida que la del resto de los títulos emitidos por los Estados del área del euro, de modo que los diferenciales con el bono alemán subieron ligeramente, alcanzando el correspondiente a la referencia española los 10 pb a finales de 2007. Estos movimientos han continuado en la parte transcurrida de 2008, situándose dicho indicador en el entorno de los 25 pb durante los primeros días de mayo.

al tiempo que repuntaron las primas de riesgo crediticio.

Por último, las primas de los seguros de riesgo crediticio de las sociedades financieras y no financieras, que se mantuvieron en mínimos históricos en la primera mitad de 2007, experimentaron un aumento muy acusado a raíz del episodio de turbulencias, que desencadenó un intenso proceso de reevaluación del riesgo a nivel internacional (véase gráfico 6.4). Esta evolución, que se observó también en los mercados de renta fija privada, contrarrestó, en el se-

PRECIOS NEGOCIADOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS GRÁFICO 6.4



FUENTES: Sociedad de Bolsas, Bloomberg, Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Medias móviles de cinco días.
b. Medias mensuales.
c. Primas medias ponderadas por activos.

gundo semestre del ejercicio, el descenso de los tipos de interés de largo plazo de la deuda pública y determinó un ligero incremento del coste de financiación de las empresas emisoras de este tipo de valores. Estos movimientos se intensificaron durante los primeros meses de 2008.

4 Los intermediarios financieros españoles

4.1 LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

El balance volvió a crecer significativamente y, a partir del verano, cambió la forma de financiar el activo.

En 2007, el balance de las entidades de crédito españolas se expandió nuevamente de forma significativa, registrando una tasa de avance interanual del 15% (véase cuadro 6.4), a pesar del notable descenso en el ritmo de crecimiento del crédito (que pasó del 24% en diciembre de 2006 al 15% a finales del pasado año). Por el contrario, la cartera de valores representativos de deuda aumentó moderadamente, frente al descenso registrado en el ejercicio precedente.

Por el lado del pasivo, los depósitos de la clientela crecieron nuevamente a un ritmo inferior al del crédito, si bien la brecha entre ambos, medida en términos de flujos, se fue contrayendo a lo largo del ejercicio. El desencadenamiento de las tensiones en los mercados internacionales de deuda, en la segunda parte de 2007, propició una paralización prácticamente completa de algunos de los mercados a los que las entidades españolas habían recurrido de manera importante para financiarse en los últimos años, lo que llevó a que estas acudieran a fuentes alternativas, como son la emisión de pagarés y la financiación

ENTIDADES DE CRÉDITO
BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS

CUADRO 6.4

	CONSOLIDADO			INDIVIDUAL		
	dic-06	dic-07	Tasa interan. (%)	dic-06	dic-07	Tasa interan. (%)
PRINCIPALES PARTIDAS DEL BALANCE (% de AT)						
Activo total (mm de euros)	2.912,1	3.342,5	14,8	2.478,4	2.893,2	16,7
Crédito	67,0	67,3	15,3	64,3	64,3	16,7
Del cual: Sector privado residente en España				*59,5*	*59,5*	*16,6*
Valores representativos de deuda	11,2	10,6	9,0	9,4	9,2	13,9
Otros instrumentos de capital y participaciones	4,5	4,8	22,3	6,1	6,3	20,0
Resto de activo	17,3	17,3	14,6	20,1	20,2	17,3
Pasivo						
Banco de España y otros bancos centrales	1,5	2,8	112,1	1,2	2,9	171,7
Depósitos interbancarios	15,6	14,5	6,7	19,1	17,7	8,4
Depósitos de la clientela	47,8	47,1	13,2	52,2	50,7	13,4
Del cual: Hogares y soc. no fin. residentes en España				*30,0*	*28,1*	*9,4*
Valores negociables	19,1	19,8	19,5	12,3	13,2	25,3
Resto de pasivo	11,5	12,2	21,8	10,4	12,4	38,5
Patrimonio neto	6,0	6,3	19,6	6,0	6,0	17,2
CUENTA DE RESULTADOS (% de ATM)						
(+) Productos financieros	4,30	5,03	36,0	4,02	4,86	42,1
(–) Costes financieros	2,59	3,28	47,1	2,34	3,16	59,2
Margen de intermediación	1,71	1,75	19,1	1,68	1,69	18,3
(+) Comisiones netas	0,77	0,73	10,3	0,56	0,53	11,1
(+) Resultado oper. financieras y ent. participadas	0,52	0,53	18,6	0,20	0,29	70,4
Margen ordinario	3,00	3,01	16,8	2,44	2,51	20,8
(–) Gastos y otros resultados de explotación	1,40	1,33	10,4	1,14	1,08	10,6
Margen de explotación	1,60	1,68	22,3	1,30	1,43	29,8
(–) Saneamientos y dotaciones	0,48	0,52	25,8	0,42	0,42	16,5
(+) Otros resultados	0,25	0,15	-31,1	0,21	0,12	-35,5
(–) Impuestos	0,34	0,26	-11,1	0,22	0,17	-10,5
Resultado después de impuestos	1,03	1,05	18,5	0,87	0,97	30,2
Resultado neto del grupo	0,98	1,01	19,3			
RATIOS (%)						
Posición interbancaria neta/AT (a)	-8,6	-9,8		-7,4	-8,6	
Solvencia	11,3	10,7				
Activos dudosos/AT	0,6	0,7		0,5	0,6	
Cobertura de dudosos	220,5	182,8		262,9	209,3	
Negocio en el extranjero/AT	21,8	21,1				
Eficiencia (GE/MO) (b)	47,6	44,8		48,3	44,1	
ROE	19,8	19,8		15,7	17,7	

FUENTE: Banco de España.

a. Incluye pasivo con bancos centrales.
b. Gastos de explotación sobre margen ordinario.

interbancaria[1] (véase el panel izquierdo del gráfico 6.5). Esta mayor apelación a instrumentos de corto plazo implica, lógicamente, que las entidades tendrán que refinanciarse más frecuentemente.

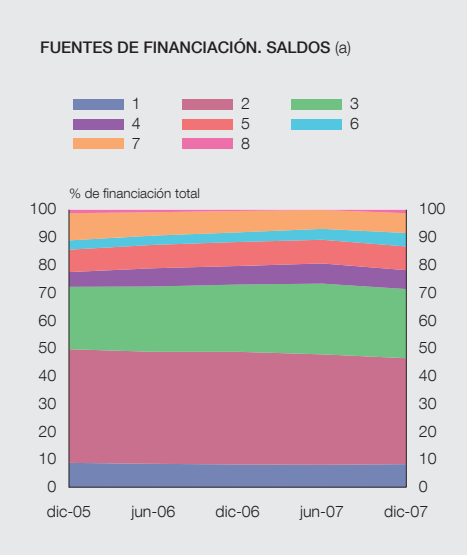
El aumento en el coste de financiación se trasladó a los tipos de interés de activo...

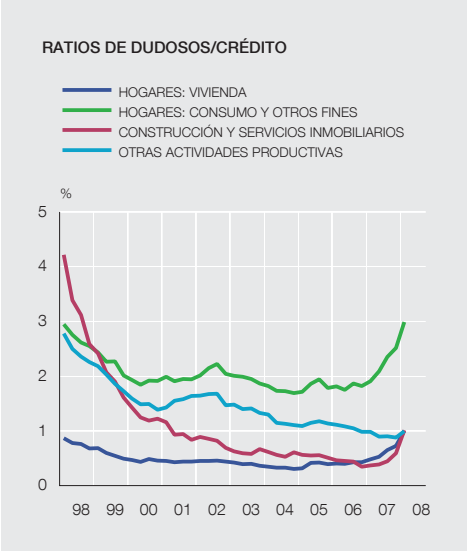
El recurso a estas fuentes alternativas de obtención de fondos a corto plazo evitó un encarecimiento mayor de la financiación de las entidades, en un contexto de fuerte repunte de las primas exigidas, que fue más acusado en los plazos medios y largos. Así, en el transcurso del año el coste medio del pasivo se incrementó alrededor de 85 pb, más que el aumento en los

1. Esta partida Incluye los fondos netos obtenidos en las operaciones regulares de financiación del Eurosistema.

FUENTES DE FINANCIACIÓN Y ACTIVOS DUDOSOS
(Entidades de crédito. Datos individuales)

GRÁFICO 6.5





FUENTE: Banco de España.

a. Correspondencia numérica:
1 Fondos propios.
2 Depósitos de residentes no financieros.
3 Otros deudores (incluye titulización).
4 Valores hipotecarios.
5 Otros valores negociables.
6 Valores a corto plazo.
7 Financiación neta interbancaria.
8 Financiación neta del Banco de España.

tipos de interés oficiales del Eurosistema (50 pb), pero por debajo del ascenso en la remuneración de los depósitos interbancarios a tres meses (113 pb). Este incremento se trasladó a las operaciones de activo, cuyos tipos de interés se elevaron en torno a 80-100 pb. El mantenimiento de los márgenes y el crecimiento del volumen llevaron a que, a nivel consolidado, el margen de intermediación aumentara un 19% (4 pp más que en 2006).

propiciando nuevamente un crecimiento elevado de los beneficios…

De este modo, aunque los otros ingresos ordinarios y extraordinarios crecieron, en general, menos que en 2006, el beneficio total neto se incrementó también en un 19% (30% a nivel individual), lo que permitió mantener una rentabilidad sobre los recursos propios próxima al 20%, por segundo año consecutivo.

ya que ni el repunte de la ratio de morosidad ni, sobre todo, las turbulencias tuvieron efectos significativos sobre los resultados.

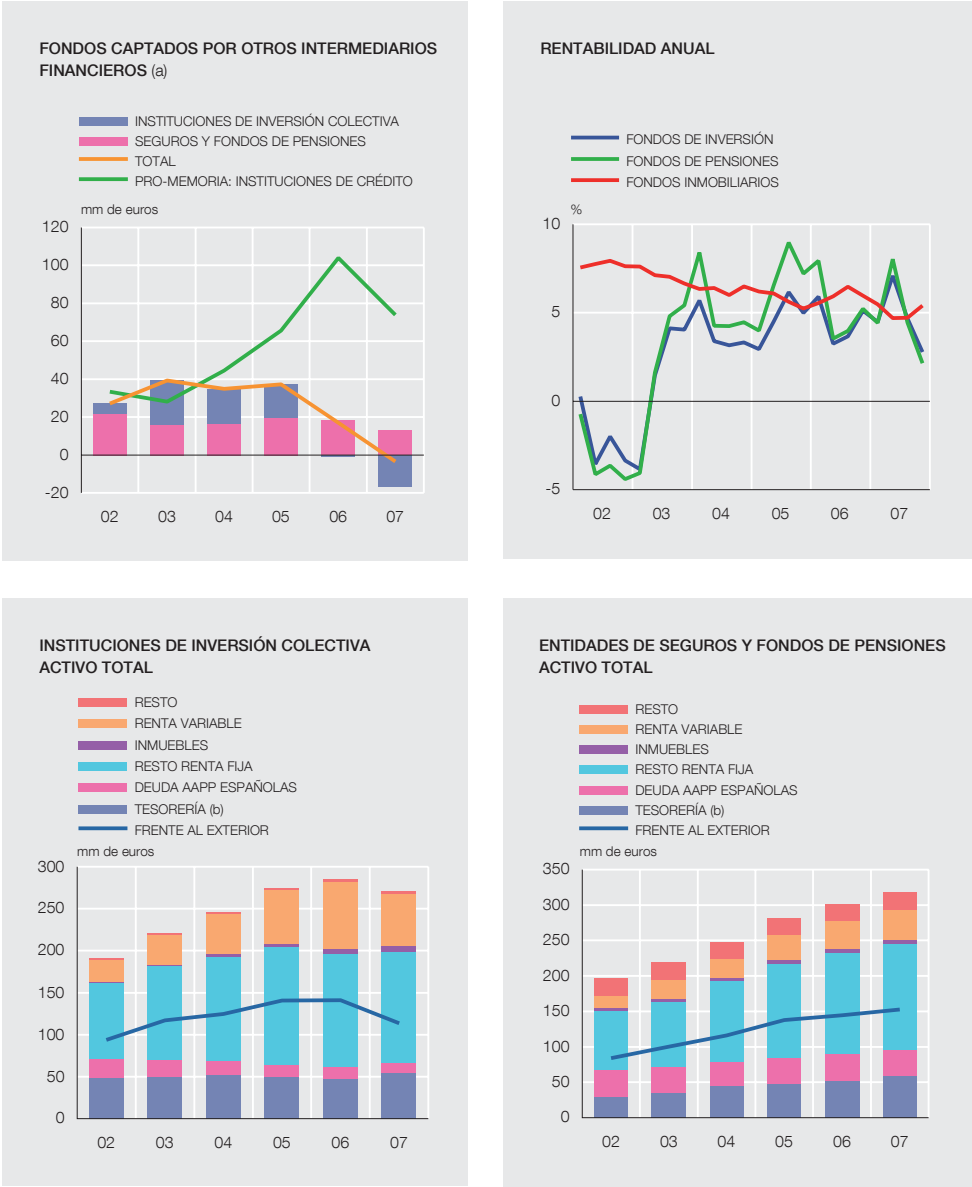
A diferencia de lo ocurrido en otros países, las entidades españolas tenían una exposición prácticamente nula a los productos relacionados con el mercado hipotecario americano y no mantenían compromisos de financiación con vehículos estructurados que inviertan en dichos activos, lo que contribuyó a sostener sus resultados y su posición financiera. Los saneamientos y dotaciones, a nivel consolidado, crecieron un 26%, impulsados fundamentalmente por el incremento del volumen de la partida de dudosos, que aumentó un 45% en 2007. De este modo, aumentó la ratio entre estos activos y el crédito, movimiento que ha continuado durante la parte transcurrida de 2008, aunque permanece todavía en niveles reducidos (véase el panel derecho del gráfico 6.5), tanto en términos históricos como en comparación con otras economías de nuestro entorno. Adicionalmente, la cobertura de estos con provisiones se mantuvo elevada (véase cuadro 6.4).

Punto de partida favorable para afrontar los riesgos futuros.

Las entidades de crédito se enfrentan, pues, a un escenario de desaceleración de la actividad económica, de endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados

INVERSORES INSTITUCIONALES

GRÁFICO 6.6



FUENTES: Asociación Española de Capital-Riesgo, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

a. Acciones y participaciones de IIC y reservas de entidades de seguros y fondos de pensiones. En el caso de las instituciones de crédito, depósitos y cesiones temporales de hogares y sociedades no financieras.
b. Incluye efectivo, depósitos y cesiones temporales.

internacionales y de mayor incertidumbre, pero lo hacen desde un punto de partida caracterizado por unos elevados niveles de rentabilidad, solvencia, provisiones y calidad del activo, lo que les confiere un valioso margen para afrontar los riesgos inherentes a ese escenario.

4.2 LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Reembolsos netos de fondos en las instituciones de inversión colectiva.

En un contexto de fuerte competencia por la captación del ahorro nacional y de elevada volatilidad en los mercados financieros, las sociedades y fondos de inversión colectiva registraron reembolsos netos por un valor cercano a los 20 mm de euros y el patrimonio gestionado se redujo ligeramente (véanse gráfico 6.6 y recuadro 6.2). Las empresas de seguros y fondos de pensiones, en línea con la mayor estabilidad habitual de sus flujos de entrada y de salida, captaron recursos en términos netos en 2007, pero lo hicieron en una cuantía inferior a la del año anterior.

A pesar de ello, aparecieron nuevos instrumentos.

A pesar de ello, continuó el desarrollo de nuevos productos, con la creación de las primeras instituciones de inversión libre, que alcanzaron, a finales del pasado ejercicio, un saldo vivo de 1.500 millones de euros y 5.000 partícipes, correspondientes a 21 fondos y 31 fondos de fondos de inversión libre. A septiembre de 2007, algo más de un tercio de ese patrimonio correspondía a inversiones de empresas de seguros españolas. Asimismo, dentro del ámbito de los seguros comenzaron a comercializarse los denominados PIAS (Planes Individuales de Ahorro Sistemático) como sistema alternativo de ahorro para la jubilación. No obstante, su importancia es todavía limitada, representando, a final de año, algo menos del 3% de las primas y un 0,4% de las provisiones matemáticas del seguro de vida (546 millones de euros).

Por su parte, las entidades de capital riesgo incrementaron el volumen invertido y los fondos captados, en el conjunto de 2007, en un 44% y 32%, respectivamente. Pese a que la actividad en el cuarto trimestre fue todavía significativa, no puede descartarse un cierto descenso de la misma a lo largo del año en curso, como consecuencia de las mayores dificultades de financiación de nuevas operaciones de adquisición con deuda, especialmente en el caso de las operaciones de mayor tamaño.

Cierta recomposición de las carteras.

En cualquier caso, estos activos alternativos continuaron representando una parte menor de la cartera global de los inversores institucionales nacionales, la cual registró pocos cambios en 2007. Cabe destacar, si acaso, el moderado aumento de las posiciones más líquidas —hacia finales de año—, así como la pérdida de peso de los activos exteriores a favor de los valores de renta fija privada de emisores españoles, especialmente de aquellos con plazos cortos de vencimiento, en línea con el mayor dinamismo de las emisiones de estos instrumentos.

Ligero descenso de las rentabilidades medias y estancamiento de los beneficios de las empresas de seguros.

Aunque la exposición de los inversores institucionales españoles a productos ligados al mercado hipotecario americano era muy pequeña, las rentabilidades obtenidas acusaron la menor revalorización de los precios de las acciones, en comparación con 2006, y el repunte de las rentabilidades de la deuda pública y privada, en el conjunto del año, pero continuaron siendo positivas. En media, los fondos de inversión mobiliaria rentaron un 2,8%, los de pensiones un 2,2% y algo más (el 5,4%) los inmobiliarios (véase gráfico 6.6).

Por su parte, de acuerdo con las primeras estimaciones disponibles, los beneficios de las empresas de seguros se estancaron en 2007, como consecuencia del mal comportamiento de la cuenta técnica de los seguros de no vida. No obstante, no se registraron tampoco en este sector pérdidas de valor significativas de las inversiones, y tanto la rentabilidad sobre recursos propios como la solvencia de las entidades permanecieron elevadas (en torno al 20% en el primer caso, y por encima del 250% en el segundo).

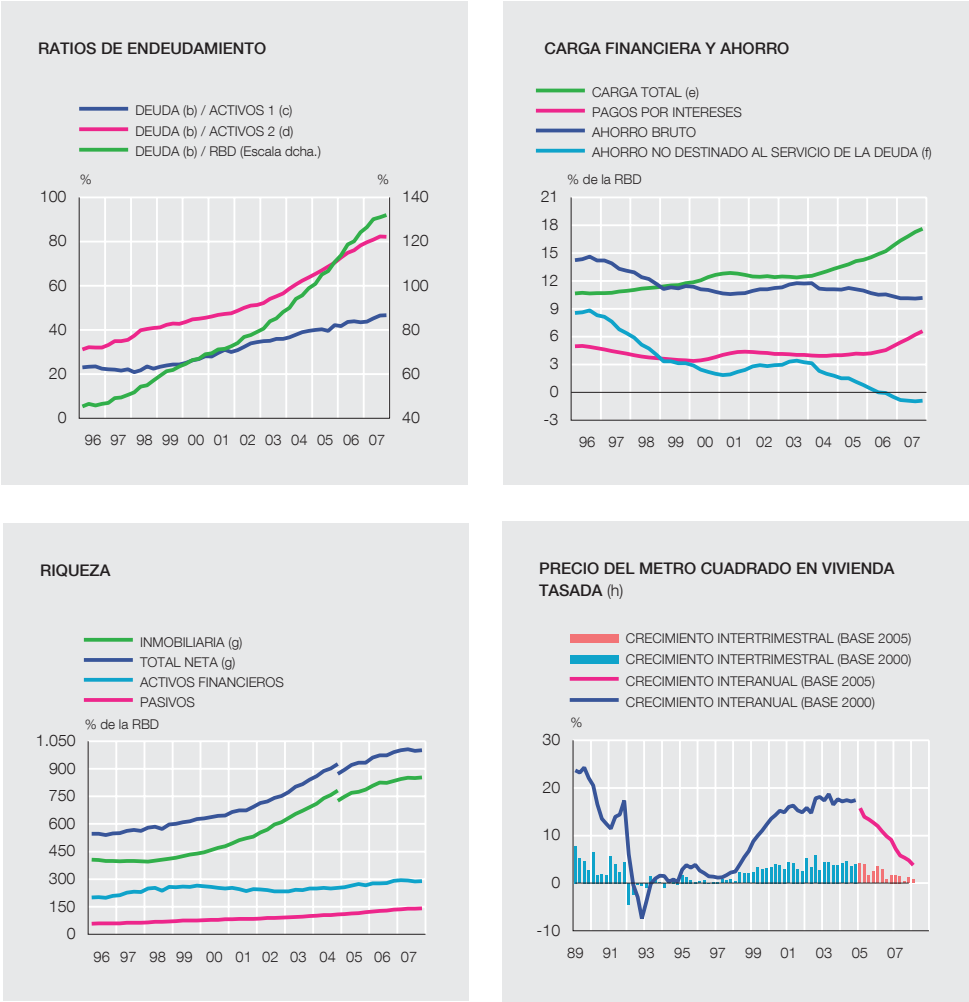
5 La posición patrimonial del sector privado no financiero

5.1 LOS HOGARES

El endeudamiento de las familias volvió a aumentar, pero menos que en años anteriores.

Como se ha señalado, la financiación recibida por los hogares registró en 2007 un menor dinamismo que en años anteriores, aunque su tasa de avance volvió a superar a la de las rentas del sector. Como resultado, el endeudamiento de las familias en relación con su renta bruta disponible (RBD) experimentó un nuevo ascenso, hasta superar el 130%, lo que supone un incremento cercano a 8 pp, el más reducido de los últimos cinco años (véase gráfico 6.7). En términos de PIB, los pasivos de estos agentes pasaron del 80% a finales de 2006 al 84% al cierre del pasado ejercicio.

INDICADORES DE POSICIÓN PATRIMONIAL DE LOS HOGARES E ISFLSH (a) GRÁFICO 6.7



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

a. Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, a partir de 1999, a la CNE, base 2000. Con anterioridad, se utiliza una estimación coherente con esta base.
b. Incluye crédito bancario y crédito titulizado fuera de balance.
c. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
d. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
f. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
g. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado. Nueva estadística de precio de la vivienda a partir de 2005.
h. Nueva estadística a partir de 2005.

La carga financiera aumentó y la ratio de morosidad repuntó, aunque sigue en niveles reducidos.

La carga financiera soportada por las familias también continuó aumentando y se situó próxima al 18% de su RBD. Este incremento estuvo asociado fundamentalmente a la evolución de los pagos por intereses, que se vieron impulsados por el mayor coste de la financiación. La parte vinculada a la devolución del principal no registró cambios significativos, lo que, unido a la estabilidad observada en el ahorro bruto del sector, hizo que la capacidad de ahorro de los hogares tras atender sus obligaciones financieras apenas mostrara variaciones, manteniéndose en valores ligeramente negativos. En este contexto, la ratio de morosidad del crédito concedido a los hogares experimentó un ascenso moderado en 2007, de modo que el registro alcanzado sigue siendo reducido (alrededor del 1%).

La riqueza neta del sector no mostró variaciones significativas.

Tras un período prolongado de crecimiento sostenido, la riqueza neta del sector en relación con su RBD no mostró cambios apreciables. Tuvo lugar un moderado avance en el componente real (asociado a la revalorización de los inmuebles), contrarrestado por un li-

gero descenso del valor de los activos financieros netos. En términos brutos, estas últimas tenencias alcanzaron un volumen cercano al 290% de la RBD, unos 2 pp por debajo del valor de 2006, apreciándose una cierta recomposición hacia instrumentos de menor riesgo. En concreto, el mayor ascenso se registró en los depósitos a plazo, que, como se ha señalado, absorbieron una parte sustancial de los flujos de inversión de las familias, de modo que aumentó su peso relativo en su cartera financiera en torno a 3 pp, hasta suponer el 17%. En contraposición, la proporción que representan el efectivo y los depósitos a la vista se redujo en algo más de 1,5 pp, situándose en el 19%, al tiempo que la correspondiente a los fondos de inversión también disminuyó, aunque de forma más modesta (alrededor de 1 pp, hasta el 10%).

La posición patrimonial agregada de los hogares es sólida, aunque existen algunos segmentos más vulnerables.

A finales de 2007 la posición patrimonial del sector en su conjunto continuaba sin mostrar signos de vulnerabilidad, sustentada especialmente en los niveles confortables del valor de su patrimonio neto. Esta situación agregada no es incompatible, no obstante, con la existencia de segmentos de población que se encuentran en unas condiciones menos favorables que las del promedio. Los datos microeconómicos más recientes contenidos en la Encuesta Financiera de las Familias de 2005 muestran, por ejemplo, que mientras que en ese año el hogar endeudado mediano dedicaba un 17% de su renta bruta al pago de los intereses y a la devolución del capital de los préstamos contraídos, esta proporción superaba el 40% para alrededor del 6% de las familias, frente al 3% de las mismas que registró la Encuesta de 2002 para ese año[2].

5.2 LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Las ratios de endeudamiento y de carga financiera continuaron incrementándose…

Los recursos propios se mantuvieron como el principal pasivo de las sociedades no financieras, si bien su peso dentro del balance disminuyó por tercer año consecutivo. De este modo, fue el recurso a la deuda el que, a pesar del descenso de la tasa de crecimiento, registró un comportamiento más expansivo, propiciando que el cociente entre los fondos ajenos del sector y la suma del excedente bruto de explotación y los ingresos financieros aumentase nuevamente, hasta situarse próximo al 580%, algo más de 50 pp por encima del nivel observado en 2006. El incremento fue, no obstante, inferior al de los dos ejercicios precedentes (véase gráfico 6.8).

El mayor endeudamiento, junto con el ascenso del coste de estos fondos, propició un nuevo aumento de la carga financiera de las sociedades en 7 pp, hasta situarse por encima del 24%, el valor más elevado registrado en los últimos años.

y los gastos financieros absorbieron una mayor parte de los beneficios.

El aumento de los pagos asociados al servicio de la deuda contribuyó a frenar el crecimiento de los beneficios de las empresas después de descontar los gastos financieros. Así, aunque el excedente bruto de explotación del sector creció a una tasa elevada (por encima del 7%), los intereses netos pagados por las empresas se incrementaron un 24%, lo que propició un ligero descenso de la rentabilidad de los recursos propios.

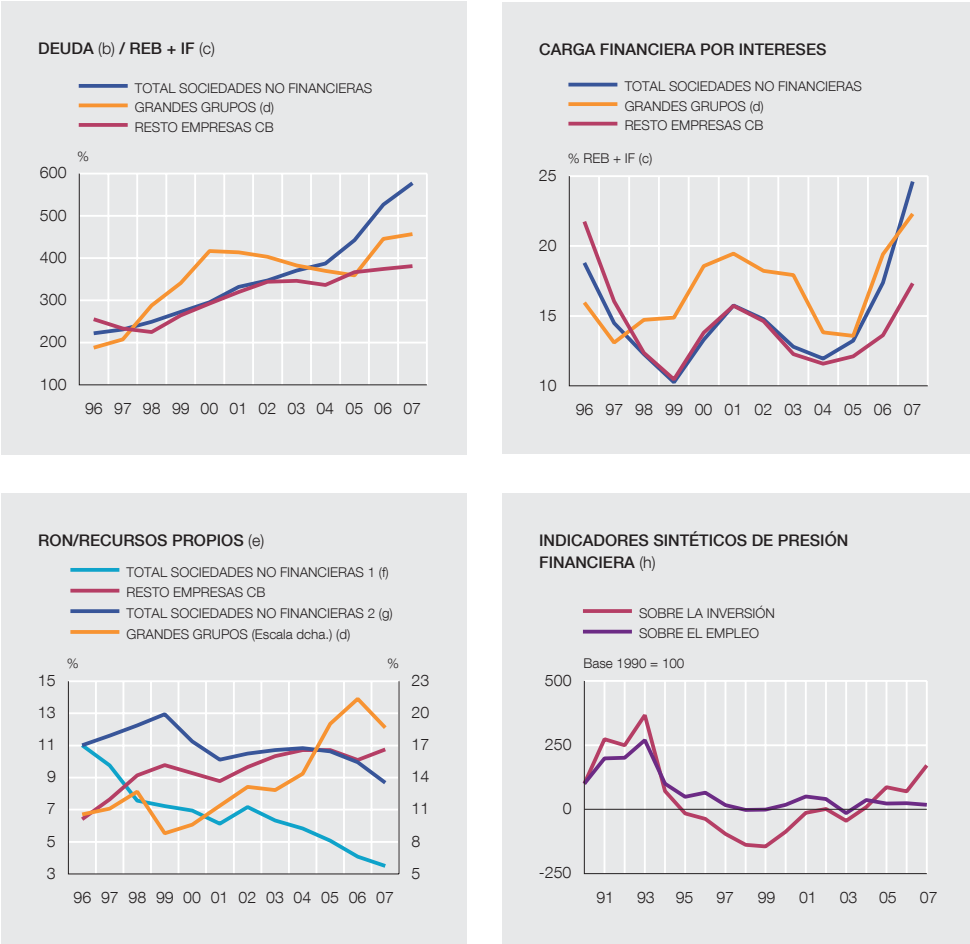
Ascenso moderado del indicador de presión financiera sobre la inversión…

Para las empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que predominan las de mayor tamaño, las ratios de endeudamiento y de carga financiera aumentaron menos de lo observado a nivel agregado del sector, y se apreció igualmente una disminución de la rentabilidad de los recursos propios, aunque se mantuvo en niveles elevados. Un análisis sectorial muestra que el descenso más significativo de la rentabilidad se registró en la rama energética, de forma coherente con la contracción de márgenes observada en una parte importante de estas empresas, mientras que, en contraste, la rentabilidad en la in-

2. Para más detalles, véase «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005», *Boletín Económico,* diciembre de 2007.

INDICADORES DE POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 6.8



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Indicadores calculados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral, excepto la serie «Total sociedades no financieras», que se ha obtenido a partir de las Cuentas Nacionales (CNE y CFEE). A partir de 1999, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 2000. Con anterioridad se utiliza una estimación coherente con esta base.
b. Recursos ajenos con coste.
c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
d. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
e. Para el total de las sociedades no financieras, el Resultado ordinario neto (RON) = Excente bruto de explotación + Intereses y dividendos recibidos – Intereses pagados – Consumo de capital fijo.
f. Recursos propios valorados a precios de mercado.
g. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
h. Indicadores estimados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

dustria se incrementó de forma notable, en consonancia con el tono expansivo observado en la actividad de este sector. Por otra parte, durante la segunda mitad de 2007, y en línea con las perspectivas de menor crecimiento económico, se redujo la media de la tasa de expansión a corto plazo de los beneficios empresariales de las sociedades no financieras cotizadas prevista por los analistas, aunque continúa en niveles positivos.

La evolución conjunta de la rentabilidad, el endeudamiento y la carga financiera se tradujo en un ascenso moderado, concentrado en la segunda mitad del año, del indicador de presión financiera sobre la inversión, que se mantiene algo por encima de su media histórica. En cambio, el correspondiente al empleo permaneció estable (véase gráfico 6.8).

si bien la situación financiera agregada de las empresas sigue siendo sólida, aunque presenta una elevada heterogeneidad.

A pesar del aumento de la presión financiera, la posición patrimonial agregada del sector sigue siendo robusta, como se refleja, por ejemplo, en sus ratios de morosidad, que siguen en niveles reducidos (0,7%), y en la ausencia de cambios significativos en las calificaciones crediticias de las sociedades españolas que emiten valores. No obstante, al igual que en el caso de los hogares, esta situación global no es incompatible con la existencia de determinados grupos que se encuentran en un estado menos favorable que el de la empresa promedio. En esta línea, la información más reciente de la Central de Balances Anual, correspondiente al ejercicio 2006, pone de manifiesto la elevada dispersión en algunos indicadores financieros. Así, por ejemplo, para el 25% de la muestra, la proporción de los resultados destinada al pago de intereses triplica a la correspondiente ratio para la compañía mediana.

Informe de gestión del Banco de España en 2007

1 Introducción

Este capítulo del *Informe Anual,* dedicado a la gestión del Banco de España, describe globalmente los aspectos más destacados de la actividad de la institución durante 2007, algunos de los cuales serán abordados con mayor detalle en las memorias monográficas que los distintos departamentos publican anualmente (Supervisión Bancaria, Balanza de Pagos, Servicio de Reclamaciones, Central de Balances, Central de Información de Riesgos, Actividades de Investigación, Vigilancia de los Sistemas de Pago y Mercado de Deuda Pública).

2 Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema

La Unión Europea (UE), que el 1 de enero se amplió nuevamente con la adhesión efectiva de Bulgaria y Rumanía, dio un nuevo paso en su marco institucional general con la firma en Lisboa, el 13 de diciembre, de un nuevo Tratado de Reforma que, en efecto, modifica el Tratado de la Unión Europea y el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea, que pasa a convertirse en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. El Tratado de Lisboa, que abandona los aspectos constitucionales del anterior proyecto, elaborado en 2004, tiene por objeto establecer un marco institucional más eficaz en el contexto de una Unión a veintisiete y obtener una legitimidad democrática reforzada. La ambición proclamada por el Consejo Europeo es que la totalidad del proceso de ratificación pueda estar concluido antes de las elecciones al Parlamento Europeo de junio de 2009.

Chipre y Malta adoptaron el euro el 1 de enero de 2008

A petición de las autoridades de Chipre y Malta, el Banco Central Europeo (BCE) examinó si ambos Estados miembros, que no formaban parte de la zona del euro, cumplían las condiciones requeridas para la adopción del euro, en un informe de convergencia que se publicó el 16 de mayo. Habida cuenta de estos informes de convergencia del BCE y de la Comisión Europea, y a propuesta de la Comisión, el 10 de julio, el Consejo decidió anular las derogaciones aplicadas a Chipre y Malta y permitirles así adoptar el euro el 1 de enero de 2008.

Como en años anteriores, durante 2007 el Banco de España mantuvo una intensa actividad como miembro del Eurosistema. El Gobernador participó en las reuniones que celebraron los Consejos de Gobierno y General del BCE, en las que se adoptaron, inter alia, decisiones de política monetaria, tal y como se explica con detalle en los capítulos 1 y 4 de este *Informe Anual.*

Un amplio grupo de profesionales del Banco de España participó en los comités, grupos de trabajo y otras formaciones del Eurosistema para preparar la toma de decisiones por parte de los órganos de gobierno del BCE, así como para elaborar diferentes informes.

En este sentido, el Banco ha intervenido activamente en los ejercicios de previsión del Eurosistema y en la elaboración del informe sobre finanzas públicas, así como en el informe sobre cuestiones estructurales, dedicado en esta ocasión a la financiación empresarial en la zona del euro. Este último informe se remitió por vez primera al Parlamento Europeo en 2007.

El Banco también participó en el Comité de Supervisión Bancaria (BSC) del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), donde se ha trabajado en la elaboración de los informes semestrales de estabilidad financiera, así como en la publicación de los informes anuales sobre la estabilidad del sector bancario y las estructuras bancarias en la UE. Asimismo, se ha colaborado en la elaboración del primer informe anual sobre la integración financiera en Europa. Este comité también se ha mantenido activo en temas de preparación para identificar y analizar posibles crisis. Además, en 2007 el BSC publicó un informe sobre la actividad de operaciones de compra con elevado grado de apalancamiento *(leveraged buy-out)* realizada por los grandes bancos en la UE.

En noviembre comenzó a funcionar TARGET2

El sistema de pagos TARGET, uno de los mayores del mundo, contribuyó, como en años anteriores, a la integración del mercado monetario del euro y desempeñó un papel importante en la aplicación de la política monetaria única. El 19 de noviembre comenzó a funcionar de forma satisfactoria TARGET2, la nueva generación del sistema. TARGET2, mediante una sola plataforma técnica y una estructura única de precios, ofrece una amplia gama de servicios básicos a sus participantes y un conjunto homogéneo de funciones a aquellos sistemas que liquiden en él. TARGET2 está a disposición de la comunidad bancaria española desde el pasado 18 de febrero de 2008 (véase epígrafe 6.2).

El Eurosistema ha cooperado estrechamente con la Comisión Europea en el marco de los trabajos emprendidos para lograr la Zona única de pagos para el euro (SEPA) y ha animado al sector bancario europeo y a otras partes involucradas a crear las condiciones que han hecho posible su introducción a partir de enero de 2008 y que deben permitir su máximo desarrollo para finales de 2010.

El BCE siguió los avances de la integración financiera en la zona del euro y publicó el primer número de una nueva publicación anual, titulada *Integración financiera en Europa*. El objetivo de este informe periódico es contribuir a la integración financiera europea y sensibilizar también al público sobre el papel que desempeña el Eurosistema en la consecución de este objetivo de la UE. El informe contiene la última versión de la serie de indicadores de integración financiera que se publican semestralmente en el sitio del BCE en Internet.

En cooperación con los bancos centrales nacionales, el BCE ha proseguido el desarrollo, recogida y difusión de un amplio abanico de estadísticas útiles para la aplicación de la política monetaria de la zona del euro y para las distintas misiones del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Además, en junio publicó por primera vez, conjuntamente con Eurostat, las cuentas europeas trimestrales integradas (financieras y no financieras) con datos desde 1999. Asimismo, en julio, el BCE adoptó el Reglamento (CE) 958/2007, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión (BCE/2007/8), que permitirá disponer a partir de 2009 de estadísticas más fiables sobre estos intermediarios financieros.

El Banco de España fabricó y distribuyó 843,7 millones de billetes

El Banco de España fue responsable de la fabricación y distribución de 843,7 millones de billetes en el año 2007, resultado del sistema de producción descentralizada y mancomunada de billetes acordado en el Eurosistema. En relación con el Marco para el reciclaje de billetes por los profesionales del efectivo, durante el año 2007 continuó la adhesión de las entidades de crédito a las cláusulas generales aplicables al servicio de caja ordinario del Banco de España, que fueron publicadas en el *Boletín Oficial del Estado* a finales de 2006, y se elaboraron las correspondientes aplicaciones técnicas de efectivo, que desarrollan dichas cláusulas. Además, el Banco participó activamente en las pruebas del Marco para la homologación de la maquinaria empleada para el reciclaje de billetes. El Banco de España ha colaborado con el Eurosistema en la medición de la calidad de los billetes en circulación.

También fueron destacadas la actividad del Banco en la realización de diversas pruebas para la selección de los elementos de seguridad que se incluirán en la segunda serie de billetes de euro y su designación para formar parte del grupo de seis bancos centrales que tendrán la responsabilidad de custodiar la reserva estratégica de billetes del Eurosistema. Durante 2007, el Banco mantuvo numerosos encuentros con entidades de crédito y empresas de transporte de fondos, encaminados a informar sobre la política del Eurosistema y sobre los servicios de caja prestados por los bancos centrales miembros.

3 Actividades internacionales

La intensificación de la presencia y de la proyección internacional, tanto en cantidad como en calidad, es uno de los objetivos estratégicos del Banco durante los últimos años, y 2007

no ha constituido una excepción. En el epígrafe 2 ya se ha referido la actividad desplegada en el ámbito del Eurosistema, de manera que ahora se prestará atención a otros foros en los que el Banco participa activamente, así como a las relaciones bilaterales, a la cooperación técnica prestada a otros bancos centrales y organismos supervisores y reguladores bancarios, y a los seminarios y conferencias organizados.

3.1 RELACIONES INTERNACIONALES

En el ámbito de la Unión Europea, el Banco de España ha participado activamente, como parte de la delegación española, en diversos grupos de trabajo y comités del marco institucional comunitario. En este sentido, cabe destacar el Comité Económico y Financiero (CEF), que prepara las reuniones del Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN), y el Comité de Política Económica (CPE). En el caso del CEF, los temas principales de discusión en 2007 giraron en torno a tres áreas: revisión regular de la situación económica; estabilidad financiera y arquitectura financiera europea (mecanismos de prevención y resolución de crisis, convergencia de prácticas supervisoras y revisión del denominado «proceso Lamfalussy», entre otros), y la definición de la posición europea en torno a la reforma del Fondo Monetario Internacional (FMI). Asimismo, dentro del CEF se ha tomado parte en grupos de trabajo ad hoc para temas específicos, como, por ejemplo, el grupo de expertos en transparencia financiera . Por su parte, la agenda de trabajo del CPE puso especial énfasis en el análisis de dos temas que aparecían como prioritarios en el programa conjunto de las presidencias alemana, portuguesa y eslovena: la calidad de las finanzas públicas y la modernización de las administraciones públicas.

Al igual que en ejercicios precedentes, una buena parte de la actividad internacional del Banco de España se ha realizado en la órbita del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BPI), que, como es sabido, constituye el principal núcleo de cooperación entre los bancos centrales del mundo. Además de la asistencia regular a las reuniones de gobernadores y a la asamblea general anual del BPI, hay que destacar que el Banco ha tomado parte activa en el Comité sobre Economía Global, en el Comité sobre el Sistema Financiero Global y en el Comité de Mercados, así como en la compleja estructura de grupos de trabajo que se derivan de los mismos.

El Banco ha participado activamente en los trabajos del CEBS

Por lo que respecta a la regulación y supervisión bancarias a nivel global, la aplicación de las normas sobre el Pilar 1 del nuevo Acuerdo de Capital está muy avanzada y la atención de los Comités se ha desplazado hacia el Pilar 2 y la definición de capital. El Banco ha participado activamente en los trabajos de los comités dependientes de las instituciones europeas y, en particular, del Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS) y del Comité Interino de conglomerados financieros, dependiente del CEBS y del Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación (CEIOPS). En 2007, la actividad del CEBS se ha centrado principalmente en tres áreas:

1 La contribución a la revisión de los acuerdos Lamfalussy.

2 El asesoramiento técnico a la Comisión sobre temas tan complejos como son la definición de capital regulatorio, el régimen de grandes riesgos y la supervisión del riesgo de liquidez.

3 La cooperación y convergencia en prácticas supervisoras. En relación con el primer punto, el CEBS ha finalizado la implantación de las recomendaciones del Comité de Servicios Financieros para mejorar el funcionamiento de los acuerdos Lamfalussy. Además, el CEBS ha elaborado propuestas concretas con el objetivo de mejorar su capacidad para lograr una convergencia real de las prácticas de supervisión y de la cooperación entre supervisores en la Unión Europea.

Por su parte, el Comité de Supervisores Bancarios de Basilea (BCBS) ha continuado sus trabajos en relación con la aplicación de Basilea II y el seguimiento del impacto de esta regulación en los requerimientos de capital y su posible prociclicidad. Otros temas tratados en el Comité han sido la utilización del valor razonable en los estados financieros, el riesgo de crédito en la cartera de negociación, la liquidez, el capital regulatorio y los modelos de capital económico. También hay que señalar los trabajos realizados por el Grupo de Contacto Internacional (grupo creado para fomentar el diálogo con los supervisores no incluidos en el BCBS) sobre la supervisión basada en riesgos.

Por otro lado, el Foro Conjunto *(Joint Forum),* que reúne a supervisores bancarios, de valores y de seguros, además de trabajar extensamente en el grado de implantación de los principios de supervisión de conglomerados financieros, está finalizando un análisis sobre prácticas de evaluación de la idoneidad del cliente minorista y posibles riesgos reputacionales derivados, y un estudio sobre gestión global de concentraciones de riesgos. Adicionalmente, ha comenzado una actualización de los trabajos de 2004-2005 sobre transferencias de riesgo de crédito; en este caso, centrada en la actividad realizada a través de derivados estructurados.

El Banco ha prestado especial atención a la revisión de la estrategia a medio plazo del FMI

En el ámbito de las relaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y de los temas de debate que este plantea, se prepararon las notas de apoyo a los representantes españoles en la institución sobre los principales asuntos discutidos en el Directorio. Durante 2007, el Banco ha prestado especial interés a la revisión de la estrategia a medio plazo de la institución, estrategia que se ha materializado, hasta la fecha, en las siguientes propuestas: (i) mejora de sus tareas de supervisión; (ii) refuerzo del papel del Fondo en las economías emergentes; (iii) consecución de una mayor efectividad en la asistencia a los países de menores ingresos; (iv) revisión de las cuotas de los países miembros, y (v) revisión del sistema de financiación de la institución. Además, se ha participado en la discusión de los informes de artículo IV de Estados Unidos, Japón, Reino Unido, Alemania, Francia, Italia, España, parte de América Latina, nuevos miembros y algunos de los países candidatos a la UE. Por último, se han aportado opiniones y comentarios a los principales informes publicados por el Fondo, el Informe de Perspectivas Económicas Mundiales y el Informe de Estabilidad Financiera Global.

Sin dejar el ámbito del FMI, el Banco también ha preparado amplios informes para las reuniones que celebra el Comité Monetario y Financiero Internacional en primavera y en otoño, con ocasión de las asambleas anuales del Fondo. En estas reuniones se revisaron, por un lado, las perspectivas de la economía global y, por otro, los temas de política y gobierno de la institución que requieren una orientación de sus miembros al más alto nivel. Del mismo modo, hay que destacar el papel del Banco en el Subcomité sobre el FMI y Asuntos Relacionados del CEF, foro en el que se discuten las posiciones europeas en el Fondo y se debaten cuestiones relativas a la arquitectura financiera internacional.

En cuanto al Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), que sirve como principal foro de coordinación de los bancos centrales latinoamericanos, el Banco participa activamente en las reuniones de gobernadores, del Comité de Alternos y del Comité de Auditoría. Este año se han tratado temas de particular relevancia para el Centro, como la modificación de sus estatutos, la elaboración de un manual organizativo y la revisión de la reglamentación administrativa. Además, se ha colaborado activamente en las reuniones y actividades formativas promovidas por el Centro y se ha ejercido un papel de liderazgo en algunas de sus iniciativas, como, por ejemplo, las relativas a remesas, información financiera o aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) a la contabilidad de los bancos centrales.

Se ha intensificado la colaboración con la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas

En similar sentido, durante 2007 se ha intensificado la colaboración del Banco con la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA), a la que pertenecen todas las instituciones de supervisión bancaria del continente americano. El Banco, como miembro asociado desde octubre de 2006, participa en los órganos de gobierno de la Asociación, en los órganos de gestión, en los planes de capacitación y en los grupos de trabajo de la misma. En 2007 se organizaron conjuntamente varios seminarios sobre temas de interés común y se tomó parte en el grupo de trabajo sobre buenas prácticas de supervisón consolidada.

El Banco ha estrechado su colaboración con los principales bancos multilaterales de desarrollo —Banco Mundial, Banco Asiático de Desarrollo (BAD) y Banco Interamericano de Desarrollo— y, a nivel bilateral, con otros bancos centrales y supervisores bancarios, a través de reuniones tanto al más alto nivel como en el ámbito técnico. La lista de bancos centrales y supervisores con los que se mantuvieron encuentros bilaterales en 2007 incluye a los de Chile, China, Colombia, Corea, Ecuador, Francia, Japón, México y Vietnam. En esta misma línea, se recibieron las visitas del BCE, la Autoridad Monetaria Palestina y una delegación gubernamental de los Emiratos Árabes Unidos.

Asimismo, y en conjunción con el Ministerio de Economía y Hacienda, se ha participado muy activamente en las reuniones del Club de París y en grupos de trabajo sobre crédito a la exportación de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y de la UE.

Hay que destacar también la labor de liderazgo llevada a cabo por el Banco en la promoción y puesta en marcha del Grupo de Trabajo Internacional de Riesgo Operativo, con el principal objetivo de actuar como un referente de conocimiento y experiencia para la gestión del riesgo operativo en los bancos centrales y facilitar una gestión avanzada de tales riesgos. El grupo se ha constituido y funciona bajo la presidencia compartida del Banco de España y de la Reserva Federal de Filadelfia, y con un secretariado permanente que también corresponde al Banco.

La cooperación técnica internacional se incrementó un 55%

Un elemento que contribuye decisivamente a la proyección exterior del Banco es la prestación de cooperación técnica, con la consiguiente transferencia de métodos de trabajo y conocimiento que ello supone. En los últimos años ha tenido un desarrollo notable y en 2007 ha registrado un incremento del 55% en relación con el año precedente.

Es destacable la labor llevada a cabo en el área de Latinoamérica, donde el Banco lleva camino de convertirse en la referencia a seguir por muchos bancos centrales y supervisores bancarios. Allí la colaboración tiene un doble sentido, ya que la oferta de formación por el propio Banco, mediante la organización de seminarios y cursos, facilitados por la lengua y la cultura comunes, está logrando estimular una demanda de cooperación técnica, que cada año es más intensa. En otras áreas geográficas, como los países del área mediterránea o los de reciente incorporación o candidatos a la Unión Europea, el Banco de España ha integrado sus esfuerzos con otros bancos centrales y agencias supervisoras, para intervenir en proyectos coordinados dentro del Eurosistema y financiados con fondos de la Unión Europea. En este sentido, en 2007 hay que señalar especialmente la colaboración con el Banco Central de Bosnia y Herzegovina, un proyecto multitemático de ocho bancos centrales del Eurosistema en el que el Banco de España aportó el coordinador del programa residente en Sarajevo.

También es importante destacar la constante colaboración del Banco con diferentes organismos para la prestación de asistencia técnica en el ámbito internacional, especialmente con

el CEMLA, la ASBA, el Consejo Monetario Centroamericano, el FMI, el Banco Mundial y el Instituto de Estabilidad Financiera del BPI. De igual manera, se va intensificado la colaboración con organismos responsables de los mercados de valores, tanto en España como en Iberoamérica.

3.2 CONFERENCIAS, REUNIONES Y SEMINARIOS ORGANIZADOS POR EL BANCO DE ESPAÑA

A lo largo de 2007 continuó el esfuerzo del Banco de España por convertirse en punto de referencia internacional en la organización de reuniones y eventos, orientados a compartir y difundir el conocimiento y las experiencias en los temas de mayor actualidad en las áreas de competencia de la institución. Con este objetivo, se ha trabajado en colaboración con organismos internacionales, como el FMI o el Banco Mundial, y se han estrechado las relaciones bilaterales con otros bancos centrales de países del G7, Latinoamérica, Asia y del SEBC. Este tipo de actividades contribuye decididamente a asentar el prestigio externo del Banco y a difundir su conocimiento en materia de banca central y supervisión financiera.

El IV Seminario Euromediterráneo tuvo lugar en Valencia en abril

En este ámbito destaca la organización, junto con el BCE, del IV Seminario Euromediterráneo, que tuvo lugar en Valencia en el mes de abril. El evento congregó a gobernadores y altos funcionarios de los bancos centrales del Eurosistema y de los países de la cuenca mediterránea. El programa de trabajo se dividió en tres grandes áreas: la evolución económica y financiera reciente de los países mediterráneos, la política fiscal dentro del marco macroeconómico de esta región, y la evolución reciente y perspectivas del comercio euromediterráneo.

El Banco de España y el Banco Central de China organizaron en Madrid el Foro Financiero China-España, que se celebró en octubre. Este evento contó con la participación de autoridades de los sectores público y privado, así como de académicos del más alto nivel. El principal objetivo de este foro fue discutir la evolución reciente de la economía mundial, con especial atención a China, España y Europa. Más concretamente, se trataron temas como la evolución de los sectores financiero e inmobiliario, las experiencias internacionales de reforma en los sistemas financieros o la integración de China en la economía mundial.

También en Madrid, en junio, se organizó la reunión inaugural del Foro de Mercados Emergentes de América Latina, en estrecha colaboración con la Secretaría General Iberoamericana. Participó un nutrido grupo de representantes de alto nivel de ministerios de economía y finanzas, tesoros, bancos centrales, organizaciones internacionales, sector privado y mundo académico. La agenda de trabajo incluyó temas como las perspectivas económicas y políticas de Latinoamérica, el desarrollo de los mercados financieros, la integración y coordinación de políticas energéticas y los vínculos comerciales con otros mercados emergentes.

En noviembre se celebró en la sede del Banco de España la XII Reunión de la Red de Investigadores de Banca Central, promovida por el CEMLA para las Américas y el Caribe. Durante la reunión se presentó un total de 44 trabajos de investigación procedentes de los bancos centrales asociados al CEMLA: la mayor parte de los latinoamericanos, la Reserva Federal, el Banco de Canadá, el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y el propio Banco de España.

Por otro lado, el Banco y el Ministerio de Economía y Hacienda auspiciaron en junio una reunión extraordinaria del Subcomité del FMI y Asuntos Relacionados, dependiente del CEF de la Unión Europea. La reunión estuvo precedida por una presentación sobre las perspectivas de la región asiática, a cargo de un representante del FMI, invitado a participar para exponer los puntos de vista de esta institución sobre la revisión estratégica a la que se está sometiendo.

Finalmente, cabe destacar la elección del Banco de España como marco para la presentación de importantes informes elaborados por distintos organismos internacionales. Entre estos destacan: el Informe de Perspectivas de Desarrollo de Asia 2007, a cargo del BAD; el informe Informalidad: Salida y Exclusión, del Banco Mundial, y el Informe de Transición, elaborado por el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo.

4 Análisis económico e investigación

Durante 2007 las labores de análisis e investigación de la economía española y de su entorno internacional se han desarrollado 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.

En la línea de los resultados alcanzados durante los últimos años, en 2007 se publicaron 41 Documentos de Trabajo y 6 Documentos Ocasionales. El número de trabajos publicados por personal del Banco de España en revistas académicas o en libros especializados fue de 53, 28 de ellos en revistas sometidas a un proceso de evaluación anónima, de las cuales 23 son de ámbito internacional[1].

4.1 ÁREAS PRIORITARIAS DE ANÁLISIS

La agenda investigadora del Banco de España se articula alrededor de cinco grandes áreas: i) Modelización y previsión macroeconómica, ii) Política monetaria y sus mecanismos de transmisión, iii) Estabilidad financiera, iv) Economía internacional y v) Economía española.

Se ha avanzado en la actualización de los modelos para la previsión macroeconómica

Por lo que se refiere a la modelización y a la previsión macroeconómica, se ha avanzado en la estimación de un modelo dinámico y estocástico de equilibrio general (BEMOD) de la economía española y en la actualización del modelo trimestral del Banco de España para la previsión a corto y medio plazo. También se han desarrollado modelos de previsión en tiempo real de la actividad económica en el área del euro y en España.

Las líneas de investigación sobre política monetaria y sus mecanismos de transmisión se han centrado en el análisis de las consecuencias de fricciones financieras para la transmisión de la política monetaria y las implicaciones de las rigideces de precios y salarios y de los orígenes de las perturbaciones del precio del petróleo para el diseño de la política monetaria óptima.

La investigación en el área de estabilidad financiera y análisis bancario se ha orientado en varias direcciones. Por una parte, se ha abordado el impacto de la política monetaria sobre el riesgo de crédito adoptado por las entidades, se ha profundizado en la investigación de la relación entre competencia y estabilidad financiera y se ha analizado el papel que desempeñan los bancos en la evolución de la situación financiera de las empresas. Asimismo, se ha avanzado en la medición de la productividad de la banca española y en el análisis de los determinantes del proceso de producción de servicios bancarios.

La investigación en el ámbito de la economía internacional refleja la creciente exposición e influencia de España en la economía global. La agenda de investigación ha ido basculando hacia los temas monetarios y financieros de relevancia global. Sin embargo, no se ha dejado de prestar atención a los aspectos económicos y financieros relativos a las economías emergentes (en particular, América Latina) que han caracterizado el análisis en los últimos años, y que se han reflejado en los estudios sobre las remesas o las estructuras y flujos financieros de estos países. Además, se ha abordado el estudio de otras áreas de creciente importancia,

---

1. Para un mayor detalle de estas publicaciones, puede consultarse la *Memoria de Actividades de Investigación del Banco de España 2007*, disponible en www.bde.es. En dicho documento también se describe, con mayor detalle, el resto de actividades de investigación desarrolladas por el Banco de España durante el ejercicio.

como algunas economías asiáticas —China, India— o los países mediterráneos. También se ha profundizado en el análisis de la integración financiera y comercial global, así como en los diversos aspectos de la arquitectura financiera internacional, y en las consecuencias de desarrollos demográficos sobre los flujos internacionales de capital.

Finalmente, por lo que respecta a las líneas de investigación sobre economía española, se han considerado un amplio conjunto de temas relacionados con sus características estructurales, tales como las consecuencias de los cambios demográficos, la evolución de la productividad, el funcionamiento de sus mercados (en particular, los de vivienda y de trabajo), la financiación de las empresas y la situación financiera de las familias[2].

4.2 RELACIONES CON LA COMUNIDAD ACADÉMICA

Las conexiones entre el Banco de España y la comunidad académica y las unidades dedicadas al análisis y a la investigación económica en otros bancos centrales e instituciones internacionales se han mantenido a través de las cuatro vías tradicionales. En primer lugar, los trabajos de análisis y de investigación producidos por el Banco de España se han presentado y discutido en seminarios, congresos y conferencias académicas nacionales e internacionales y, por otra parte, se han sometido a publicación en los canales habituales de la profesión. En segundo lugar, el Banco de España mantiene establecidas varias series de seminarios en los que participan miembros de la comunidad académica nacional e internacional; entre ellos, un seminario de investigación económica de frecuencia semanal. También organiza, a veces en colaboración con otros organismos, conferencias nacionales e internacionales. En 2007, el Banco de España organizó, en solitario o junto con otras instituciones, varias conferencias internacionales (véase epígrafe 3). En tercer lugar, el Banco de España contribuye a las redes de investigación organizadas dentro del Eurosistema para el análisis de la economía del área del euro, como ha sido el caso, durante 2007, de la Red de Dinámica Salarial y, en el ámbito latinoamericano, dentro del CEMLA. Finalmente, existen programas regulares de visitantes y de asesores externos que potencian los proyectos que puedan considerase estratégicos en distintas áreas de análisis y de investigación.

4.3 DIFUSIÓN Y COMUNICACIÓN

Como se ha mencionado anteriormente, las tres vías primarias para la difusión y comunicación de los resultados de la investigación en el Banco de España son las series de *Documentos de Trabajo* y de *Documentos Ocasionales*, así como el *Boletín Económico* mensual, donde se publican, además de artículos regulares de coyuntura económica, resúmenes de trabajos realizados o avances de investigaciones en curso. Junto a estas publicaciones, la revista *Estabilidad Financiera*, creada en 2001, ha servido un año más de canal de comunicación y discusión entre el Banco de España y el sector financiero español de las cuestiones relacionadas con la regulación y la supervisión prudenciales, incluyendo también la comunicación de los resultados de trabajos de investigación sobre dichas materias. Finalmente, durante 2007 se realizaron los trabajos de preparación para habilitar en el sitio del Banco en Internet una sección, el Portal del Investigador, que desde febrero de 2008 facilita el acceso a la información sobre las actividades de investigación desarrolladas en el Banco de España y la comunicación con su personal investigador.

5 Supervisión y regulación bancaria

5.1 ACTIVIDAD SUPERVISORA

A 31 de diciembre de 2007, se encontraban bajo la supervisión del Banco de España un total de 499 entidades de diversa naturaleza, de las que 358 eran entidades de crédito, según puede apreciarse en el cuadro 7.1. Además, en razón de su condición de supervisor en base consolidada, el Banco lleva a cabo su actividad supervisora sobre las entidades de crédito extranjeras cuya cabecera es una entidad de crédito española.

---

2. En relación con la situación financiera de las familias españolas, en 2007 se publicaron los resultados preliminares de la Encuesta Financiera de las Familias. Véase «Encuesta Financiera de las Familias, EFF-2005: Métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005«, *Boletín Económico,* diciembre 2007, Banco de España.

ENTIDADES SUPERVISADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA CUADRO 7.1

	31.12.2006	31.12.2007
ENTIDADES DE CRÉDITO	353	358
Bancos	73	70
Cajas de ahorros	47	46
Cooperativas de crédito	83	85
Sucursales de entidades de crédito extranjeras	70	80
Establecimientos financieros de crédito	79	76
Entidades de crédito oficial	1	1
OTRAS ENTIDADES	141	141
Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento	25	25
Establecimientos de cambio de moneda y transferencias	59	59
Sociedades de tasación	57	57
TOTAL	494	499

VISITAS DE INSPECCIÓN DURANTE 2007 CUADRO 7.2

	FINALIZADAS A 31.12.2006	EN CURSO A 31.12.2006	FINALIZADAS A 31.12.2007	EN CURSO A 31.12.2007
ENTIDADES DE CRÉDITO	69	80	125	43
Bancos	36	37	63	11
Cajas de ahorros	11	21	17	18
Cooperativas de crédito	10	12	18	4
Sucursales de entidades de crédito comunitarias	1	2	6	1
Establecimientos financieros de crédito	11	8	21	9
OTRAS ENTIDADES	12	16	22	12
Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento	3	5	9	4
Establecimientos de cambio de moneda y transferencias	7	5	5	1
Sociedades de tasación	2	6	8	7
TOTAL	81	96	147	55

El Banco ha seguido preparándose para las novedades introducidas por el nuevo Acuerdo de Capital

Durante el ejercicio 2007 el Banco de España ha continuado la preparación para adaptarse a las novedades normativas introducidas por el nuevo Acuerdo de Capital, comúnmente denominado Basilea II, recogido en el derecho comunitario por la Directiva 2006/48/CE. Por ello, se han dedicado cuantiosos medios humanos y técnicos al proceso de prevalidación supervisora de los modelos internos avanzados para la medición de los riesgos del Pilar 1, y se ha prestado especial atención a la necesaria colaboración con las autoridades del país de acogida en el caso de grupos internacionales con matriz española, y con las autoridades del país de origen en el caso de filiales españolas de grupos bancarios europeos.

El mencionado proceso de supervisión continuada que el Banco de España aplica con relación a las entidades citadas en el cuadro 7.1 consta de un sistema de seguimiento y análisis de su situación con carácter permanente, reforzado por un programa intenso de inspecciones in situ. En 2007, en el marco de dicho proceso, se han realizado seguimientos y actuaciones especiales relacionadas con las turbulencias de los mercados financieros internacionales que se iniciaron en agosto, con objeto de valorar la situación de la banca española ante este episodio. Por lo que se refiere a las inspecciones practicadas, se han llevado a cabo 202 visitas de inspección, de las cuales 55 se encontraban en curso a 31 de diciembre, de acuerdo con el desglose señalado en el cuadro 7.2.

ESCRITOS DE REQUERIMIENTOS Y RECOMENDACIONES A ENTIDADES SUPERVISADAS

CUADRO 7.3

	2006	2007
ENTIDADES DE CRÉDITO	80	97
Bancos	24	31
Cajas de ahorros	14	17
Cooperativas de crédito	20	22
Sucursales de entidades de crédito comunitarias	4	7
Sucursales de entidades de crédito extracomunitarias	5	4
Establecimientos financieros de crédito	13	16
OTRAS ENTIDADES	17	18
Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento	4	4
Establecimientos de cambio de moneda y transferencias	8	7
Sociedades de tasación	5	7

MATERIA DE LOS ESCRITOS DIRIGIDOS A ENTIDADES SUPERVISADAS

CUADRO 7.4

	2006	2007
RIESGO DE CRÉDITO	145	231
Contabilización de riesgos crediticios, debilidades en acreditados e incremento de necesidades de cobertura	96	164
Calidad de los controles del riesgo de crédito (procesos de concesión, seguimiento, etc.)	49	67
GESTIÓN Y CONTROL INTERNO	102	147
Gestión y control interno en general	84	120
Actividades en los mercados de capitales	18	27
RECURSOS PROPIOS Y SOLVENCIA	30	41
Coeficiente de solvencia	30	41
OTRA NORMATIVA	146	162
Incumplimiento de normas relativas a transparencia y relaciones con la clientela	31	35
Deficiencias en información a la CIR	22	30
Requisitos de homologación de entidades no de crédito	13	14
Otros aspectos	80	83

De acuerdo con las labores de planificación de las actuaciones supervisoras, las visitas de inspección pueden ser de distinta naturaleza, bien con un alcance global, o bien limitado a determinados aspectos.

El Banco remitió a las entidades supervisadas 117 escritos con 581 observaciones

Tras las actuaciones de supervisión del año 2007, se formularon 115 escritos de recomendaciones y requerimientos, remitidos a entidades de crédito y a otras entidades supervisadas por el Banco de España, bien sea como destinatarias últimas, o bien en su condición de cabeceras de grupos consolidables, de acuerdo con la distribución detallada en el cuadro 7.3.

Los escritos dirigidos a entidades supervisadas contenían un total de 581 observaciones sobre distintos aspectos, relativos a las materias detalladas en el cuadro 7.4. Esto supone 158 observaciones más que en 2006, fundamentalmente por el incremento de las relativas a riesgo de crédito y control interno.

El riesgo de crédito fue el principal capítulo objeto de recomendaciones

Como es habitual, el riesgo de crédito, por diferentes conceptos, fue el principal capítulo objeto de recomendaciones, con 164 requerimientos, el 28% del total. Cabe señalar, a este respecto, las continuas llamadas de atención que el Banco realiza sobre la calidad de los controles establecidos en los circuitos relacionados con la concesión y el seguimiento del riesgo crediticio. A través de estos escritos se han trasladado también a las entidades las reflexiones del Banco de España acerca de los riesgos de las carteras hipotecarias.

El segundo grupo más señalado, con 120 recomendaciones, se refiere al control interno de las entidades, que abarca, en general, la necesidad de una adecuada gestión por parte de las entidades de todos sus riesgos, así como la mejora en los procedimientos de control interno. Todos estos asuntos constituyen aspectos de constante interés por parte de la supervisión realizada por el Banco de España, lo que enlaza con la preocupación internacional por el control interno, los sistemas de gestión de riesgos y el gobierno de las entidades, que muestran las directivas europeas más recientes; entre ellas, la citada Directiva 2006/48/CE, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, y la Directiva 2004/39/EC, sobre mercados e instrumentos financieros, ambas incorporadas al derecho español por medio de la Ley 36/2007 y la Ley 47/2007. Por su parte, la estricta vigilancia del cumplimiento de las normas de solvencia ha dado lugar a 41 requerimientos y recomendaciones.

En 2007 no ha sido precisa la adopción de ninguna medida cautelar en relación con las entidades supervisadas.

5.2 ACTIVIDAD SANCIONADORA

En 2007 se abrieron 8 expedientes a entidades supervisadas y 27 a administradores y directivos

Por lo que respecta a los expedientes incoados en el año 2007, se han abierto 8 expedientes a entidades supervisadas y, tramitados de forma conjunta con los anteriores, 27 expedientes a administradores o directivos de las mismas. En particular, dichos expedientes iban dirigidos contra 2 sociedades de tasación y 6 establecimientos de cambio de moneda y gestión de transferencias con el exterior. Asimismo, conviene destacar que en 2007 se acordó el levantamiento de la suspensión de un procedimiento seguido contra un banco y 16 de sus administradores, suspensión que derivaba de la concurrencia de un supuesto legal de prejudicialidad penal, cuya tramitación se ha reanudado. Además, se tramitaron 2 expedientes por incumplimiento de reservas mínimas del BCE.

Los anteriores datos son similares a los de años anteriores, por lo que se refiere tanto a número de expedientes como a tipo de entidades supervisadas.

Se resolvieron 14 expedientes a entidades y 46 a administradores y directivos

Durante el año 2007 se resolvió un total de 14 expedientes a entidades supervisadas y 46 expedientes a miembros de sus órganos de administración y dirección. Con dichas resoluciones se impusieron 12 sanciones a entidades y 27 a administradores, por la comisión de infracciones muy graves; 24 sanciones a entidades y 91 a administradores, por la comisión de infracciones graves, y 7 sanciones por infracciones leves a entidades, toda vez que el ordenamiento jurídico no prevé la imposición de sanciones a administradores por la comisión de infracciones tipificadas como leves.

Dichos expedientes iban dirigidos a entidades supervisadas de distinta naturaleza. Así, resultaron sancionados un banco, una sucursal de entidad de crédito comunitaria, un establecimiento financiero de crédito, dos sociedades de tasación, cinco establecimientos de cambio de moneda extranjera y gestión de transferencias, y dos entidades que realizaban actividad de cambio de moneda sin estar autorizadas.

La actividad sancionadora del Banco de España se proyecta, también, sobre aquellas personas físicas o jurídicas que, sin haber obtenido la preceptiva autorización y figurar inscritas en

los correspondientes registros, realizan las actividades reservadas a entidades de crédito o a otro tipo de entidades para las que el ordenamiento jurídico exige algún tipo de autorización u homologación. Dentro de este apartado, durante 2007 se resolvieron dos expedientes a sociedades que realizaban operaciones de compra de moneda extranjera sin la preceptiva autorización, a las que se les impuso sendas sanciones.

Asimismo, se tramitó un expediente de revocación de la autorización concedida a un establecimiento de cambio de moneda extranjera, al haber renunciado a la misma. Estos expedientes, que no constituyen, propiamente, ejercicio de la potestad sancionadora del Banco de España, representan una modalidad de control sobre los sujetos supervisados, en la medida en que permiten dar de baja en el sistema a entidades que, por las razones que el propio ordenamiento establece, hayan incurrido en causa de revocación de la autorización.

5.3 CAMBIOS NORMATIVOS

Se inició la transposición nacional de normas comunitarias de gran calado

Por cuanto se refiere a las normas de ordenación y disciplina a las que quedan sometidas las entidades de crédito y otros intermediarios financieros sujetos a supervisión del Banco de España, durante 2007 se inició la transposición al ordenamiento jurídico nacional de un conjunto de normas comunitarias de hondo calado, que, sin duda, tendrán una gran repercusión tanto en lo que podríamos denominar «vertiente interna de la actividad financiera», esto es, la organización, financiación y solvencia de las entidades, como en el aspecto externo de tal actividad, es decir, en las relaciones con la clientela. No debe colegirse de ello, sin embargo, que los cambios introducidos vayan a suponer una transformación radical del sector financiero español o de las prácticas seguidas en el mismo. Antes bien, tales cambios se configurarán como la herramienta que viene a consolidar y preservar el nivel de desarrollo y eficiencia del que hasta la fecha ha hecho gala dicho sector.

Entre los principales cambios normativos que, en el ámbito nacional, vienen a ordenar la vertiente interna de la actividad financiera, cabría destacar:

— *Ley 36/2007, de 16 de noviembre, por la que se modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, y otras normas del sistema financiero*. Esta Ley, que transpone parcialmente las directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, incorpora al régimen jurídico nacional el denominado «Acuerdo de Basilea II», con los objetivos, entre otros, de asegurar un adecuado nivel de solvencia y mejorar la igualdad competitiva entre las entidades de crédito, al tiempo que se hace que el capital regulatorio exigido sea más sensible a los riesgos de sus actividades e incentivando una mejor gestión de los mismos.

— *Ley 41/2007, de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia y por la que se establece determinada norma tributaria.* Esta Ley, al tiempo que reforma determinados aspectos del mercado hipotecario español a fin de hacerlo más seguro y competitivo (con particular incidencia en la actuación y supervisión de las sociedades de tasación), tiene como principal finalidad la introducción de mejoras técnicas en los instrumentos de financiación de la actividad hipotecaria. Adicionalmente, regula diversos aspectos de las relaciones contractuales y precontractuales entre las entidades de crédito y sus clientes, así como las denominadas «hipotecas inversas».

Entre los cambios normativos que han presentado una notable incidencia en el aspecto externo de la actividad financiera, han de destacarse:

— *Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.* Esta Ley, además de introducir importantes cambios en el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y en el correspondiente a los mercados secundarios oficiales de valores y sistemas multilaterales de negociación, regula la prestación de servicios de inversión y, en particular, las relaciones entre quienes los prestan (siendo las entidades de crédito el grupo cuantitativamente más relevante) y sus clientes, con la intención de proveer a estos últimos de un eficaz marco de protección.

— *Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores.* Esta Ley, con igual objetivo de protección de los consumidores, establece un régimen riguroso en cuanto a la información que deben recibir aquellos con carácter previo a la celebración del contrato, regula el derecho de desistimiento e introduce otros procedimientos de protección y garantías complementarias.

Junto a estos cambios principales, cabe destacar, asimismo, determinados desarrollos normativos que, aun cuando presentan un ámbito de influencia más reducido, en tanto que son de aplicación únicamente a sociedades cotizadas o emisoras de valores, tienen una significativa incidencia tanto en dichas sociedades como en los mercados en los que se negocian sus títulos. Entre estas normas cabría destacar la *Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores*; así como los reales decretos 1066/2007, de 27 de julio, y 1362/2007, de 19 de octubre, que la desarrollan.

En lo que se refiere a los cambios habidos durante el año 2007 en el marco regulatorio de ámbito comunitario, y a los efectos que nos ocupan en esta sección, cabría atribuir una especial incidencia a las siguientes directivas:

— *Directiva 2007/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de septiembre de 2007*, que, en lo que se refiere al marco del control prudencial de las entidades financieras, ha introducido ciertas modificaciones en las normas de procedimiento y criterios de evaluación aplicables a las adquisiciones e incrementos de participaciones en el sector financiero.

— *Directiva 2007/64/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007*, por la que se establece el marco jurídico para la prestación de servicios de pago y el acceso al mercado de nuevos proveedores de tales servicios, con el objetivo de contribuir a la creación de un mercado único de servicios de pago ligado a la SEPA y favorecer su correcto funcionamiento, sin olvidar, una vez más, la protección de los consumidores.

5.4 INFORMACIÓN FINANCIERA Y PRUDENCIAL

5.4.1 Análisis de impacto (coste-beneficio) de la regulación financiera

En el año 2006, el Banco de España publicó, por primera vez, un estudio de impacto de la nueva regulación de capital. Se trataba de un primer paso en un ámbito que, de forma creciente, se está asentando dentro de las mejores prácticas internacionales en materia de regulación financiera.

El Banco de España decidió profundizar en esta materia, que se enmarca dentro del enfoque de «mejorar la regulación», dirigido a incrementar la transparencia y a mejorar la toma de decisiones en el terreno de la regulación financiera.

Se ha creado una División encargada del análisis de impacto regulatorio

Así, en 2007 se acometió una reforma organizativa dentro del Departamento de Estabilidad Financiera, de la Dirección General de Regulación, y se crearon dos áreas de análisis: una encargada del seguimiento de la estabilidad financiera (División de Análisis de Estabilidad Financiera) y otra que, entre otras cuestiones, ha asumido la responsabilidad de la implantación del análisis de impacto regulatorio (División de Análisis Bancario y Política Regulatoria).

Ello va a suponer la sistematización del análisis de fallos de mercado y de consideraciones económicas sobre costes y beneficios en la elaboración de las políticas desde las fases iniciales de su diseño. En concreto, la formalización de este análisis supone justificar y discutir la racionalidad económica de la intervención regulatoria y comparar los costes y beneficios de distintas propuestas factibles de política regulatoria.

5.4.2 Proceso preliminar de consulta sobre la futura circular de solvencia

Durante buena parte de 2007 se prosiguió con este procedimiento preliminar de información pública, de carácter extraordinario e informal, iniciado a finales de 2006, sobre el contenido de la futura circular de solvencia que reemplazará a la CBE 5/93, actualmente en vigor. Dicho procedimiento, que se anticipaba a la conclusión del proceso de transposición de las *directivas 2006/48/CE y 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo*, citadas en el apartado 5.3 anterior, tenía como objetivo facilitar la implantación de la nueva regulación, y, de esta forma, permitir a las entidades acelerar sus preparativos.

El proceso preliminar de consulta sobre la circular de solvencia concluyó en septiembre

Concebido como un procedimiento abierto o dinámico, se continuó con la incorporación al sitio del Banco de España en Internet, en el que se sustentaba este proceso de consulta, de nuevos contenidos a medida que fueron estando disponibles, hasta completar, a finales de julio de 2007, la totalidad de los capítulos previstos. En ese momento se fijó para el 30 de septiembre de 2007 la finalización del plazo de recepción de observaciones sobre el texto en consulta.

A lo largo de dicho período se recibieron numerosas observaciones por parte de las asociaciones representativas de las entidades de crédito, así como de algunas entidades por sí mismas y de otras partes interesadas. Todas ellas fueron analizadas detenidamente y han contribuido notablemente a la preparación de lo que constituirá el último peldaño del proceso de transposición a la normativa española de las directivas antes mencionadas.

5.4.3 Actividad XBRL

Se han publicado en Internet los estados financieros públicos de las entidades a través de XBRL

Durante el año 2007 se alcanzó el objetivo de la publicación en Internet por parte de las asociaciones de entidades de crédito de los estados financieros públicos de sus asociadas a través del lenguaje XBRL *(eXtensible Business Reporting Language).*

Asimismo, continuaron los trabajos dirigidos a desarrollar la extensión española de la taxonomía de COREP *(COmmon REPorting),* desarrollada por el CEBS, que se deberá utilizar para el envío de los nuevos estados con información sobre el cálculo del coeficiente de solvencia que las entidades de crédito tendrán que remitir al Banco de España como consecuencia de la adaptación de la normativa española a la *Directiva 2006/49/CE, sobre la adecuación de capital*. La taxonomía se utilizará por primera vez para recibir en lenguaje XBRL la información correspondiente a diciembre de 2007 que deben enviar en febrero de 2008 las entidades que solicitaron la aprobación de los modelos basados en calificaciones internas (IRB).

Por otra parte, se iniciaron el estudio y la definición de una nueva plataforma informática, que será utilizada en el proceso de recepción, validación y seguimiento de la información financiera. La nueva herramienta permitirá sustituir las actuales aplicaciones informáticas, que tuvieron sus orígenes en el año 1983, por otras que incorporarán nuevas funcionalidades que permitirán simplificar el control de calidad de la información financiera, así como su explotación. Con la nueva herramienta, está previsto recibir toda la información financiera en lenguaje XBRL.

5.5 CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS

El Banco de España compila, a través de la Central de Información de Riesgos (CIR), 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 también por el Banco de España, junto con la relativa a los estados financieros de las entidades de crédito, como elemento fundamental de su labor de supervisión prudencial, manteniendo la confidencialidad de los datos individuales.

Los riesgos registrados crecieron un 8,4% en número y un 13,2% en importe

Durante el año 2007, la información recopilada y distribuida por la CIR continuó con el crecimiento habitual de los últimos años, aunque a un ritmo más moderado, en consonancia con el experimentado por la inversión crediticia de las entidades declarantes. Como datos más significativos, a 31 de diciembre de 2007 había registrados en la CIR 33,5 millones de riesgos (un 8,4% más que el mismo mes del año anterior), por un importe total de 3,6 billones de euros (un 13,2 % más), y que correspondían a 17,6 millones de titulares diferentes (un 4,8% más). Por otro lado, la CIR, en su labor de facilitar a las entidades los datos necesarios para el ejercicio de su actividad, remitió a estas durante el año 2007 un total de 291,2 millones de informes de riesgos de sus clientes y 6,8 millones de informes de riesgos de potenciales clientes. Estos últimos son solicitados expresamente por las entidades para evaluar la calidad crediticia de estos posibles clientes.

Se atendieron 117.000 peticiones de informes de titulares

Sin embargo, el mayor incremento en la actividad de la CIR ha estado centrado en el servicio de información que presta a los propios titulares declarados. Así, se han atendido más de 117.000 peticiones de informes de titulares (un 29,4% más que el año anterior) y se han tramitado 394 reclamaciones en relación con los datos declarados por las entidades, lo que representa un incremento del 18,7% sobre las tramitadas el año anterior.

En el ámbito del intercambio de información con otras centrales de riesgos europeas (Alemania, Austria, Bélgica, Francia, Italia y Portugal), durante el año 2007 se ha realizado una intensa labor dentro del grupo internacional de trabajo al que pertenece la CIR. Los trabajos se han centrado en el estudio y análisis de diversas iniciativas encaminadas a conseguir una mejora, no solo en la cantidad y la calidad de los datos intercambiados, sino también en la disponibilidad temporal de estos, de manera que puedan resultar más útiles tanto a la supervisión del Banco de España como a las entidades declarantes, las cuales reciben información trimestral sobre el endeudamiento que sus clientes personas jurídicas tienen registrado en las otras seis centrales de riesgos. En relación con los volúmenes de información intercambiados relativos a datos de septiembre de 2007, la CIR recibió información sobre los riesgos que 3.417 personas jurídicas españolas (un 16,42% más) tenían registrados en las otras seis centrales de riesgos, por importe de 222.470 millones de euros (un 20,55% más). Asimismo, la CIR envió a las centrales europeas la información de 1.742 personas jurídicas nacionales de los países a los que se remitieron los datos, por importe de 71.358 millones de euros (un 27,34% y un 10,65% más, respectivamente, con relación a los datos del año anterior).

6 Funciones operativas

6.1 LA GESTIÓN DE LOS ACTIVOS DEL BANCO DE ESPAÑA

En el área del euro, la instrumentación de la política monetaria se lleva a cabo de manera coordinada entre el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales: aquel toma las decisiones de política monetaria y estos realizan las operaciones de inyección/absorción de liquidez, así como los aspectos relacionados con la inmovilización de garantías con las entidades de crédito de su demarcación.

Las necesidades de liquidez en España se redujeron un 7,2%, pero aumentó la financiación del Eurosistema

Mientras que en el conjunto del área del euro, en términos medios, las necesidades de liquidez crecieron un 4,3% en 2007, en España se redujeron un 7,2%. La cobertura de fondos de las entidades españolas en las operaciones de política monetaria del Eurosistema aumentó un 5%, pasando de 23.916 millones de euros en 2006 a 25.943 millones de euros en 2007. Por

el contrario, los fondos obtenidos procedentes de entidades radicadas en otros países de la zona del euro cayeron un 19,7%, hasta situarse en 18.835 millones de euros. Ambas variaciones han sido especialmente intensas en el último cuatrimestre, en el que las condiciones de menor liquidez y de mayor sensibilidad al riesgo de crédito en los mercados monetarios han provocado que, en general, las entidades hayan preferido recurrir, en mayor medida, a la financiación de los bancos centrales del Eurosistema.

Estas menores necesidades de liquidez, que indican una reducción del déficit estructural de liquidez del sistema bancario español, se explican por el hecho de que, en el marco del paulatino proceso de fortalecimiento financiero del balance del Banco de España, sus compras de activos financieros han sido superiores a los aumentos registrados —por el lado del pasivo de dicho balance— en los billetes (cuyo avance fue notablemente más moderado que en años anteriores) y en las reservas mantenidas por las entidades de crédito.

En el mencionado proceso de fortalecimiento de su situación patrimonial se incluyen las reducciones de las rúbricas del activo que no producen rendimientos, concretamente del oro y de los créditos singulares al sector público. Por un lado, en el marco del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, el Banco de España vendió en este ejercicio 4,3 millones de onzas *troy* de oro fino (135,1 toneladas). Por otro, se acordaron varias modificaciones con el Tesoro y la Seguridad Social relativas a sus deudas en el Banco de España por *créditos singulares* concedidos antes de 1994, que no devengan intereses. Se cambió el calendario de amortizaciones de los créditos al Tesoro, de forma que su amortización final tendrá lugar en el año 2015 (nueve años antes de lo inicialmente estipulado), si el Tesoro no hace uso de la posibilidad de realizar amortizaciones anticipadas, posibilidad que no estaba prevista anteriormente y de la que se ha hecho uso en 2007. Por su parte, la Seguridad Social amortizó en mayo de 2007 el importe total de su crédito en el Banco de España, cuyo vencimiento estaba fijado en el año 2019.

Estas modificaciones en los créditos singulares han puesto de manifiesto unas pérdidas latentes, derivadas de la diferencia entre el valor nominal de los créditos y su valor a precio de mercado, que se han cubierto dotando las provisiones correspondientes. Las minusvalías en los créditos singulares eran de la misma magnitud que las plusvalías realizadas en las ventas de oro. Tanto el producto de la venta del oro como el de los cobros anticipados de los créditos singulares se reinvirtieron en valores de renta fija en euros.

El Banco siguió aumentando la cartera de bonos de renta fija en euros

Adicionalmente, y con el mismo objetivo de lograr una composición más rentable de su balance, durante 2007 el Banco de España volvió a aumentar su cartera de bonos de renta fija en euros, cuyo saldo medio alcanzó un importe de 69.618 millones de euros. Por su parte, las tenencias de activos en moneda extranjera se situaron, en media, en 8.199 millones de euros, un nivel ligeramente superior al del año 2006.

A 31 de diciembre de 2007, los activos gestionables en euros, divisas y oro alcanzaban los 88.848 millones de euros.

A lo largo del año 2007 el Banco de España ha realizado las operaciones de gestión de una parte de las reservas exteriores del BCE. En promedio, ha gestionado una cartera de 4.600 millones de dólares.

6.1.1 Resumen de las operaciones de venta de oro en los últimos ejercicios

En los ejercicios 2005 a 2007, y en el marco del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales antes citado, el Banco de España decidió vender una parte de sus reservas en oro con los objetivos de obtener una rentabilidad periódica con los activos adquiridos en su sustitución y de reforzar la estructura financiera de su balance.

A finales de 2004, el Banco de España poseía 523,4 toneladas de oro, que le habían costado 1.581 millones de euros y cuyo valor en el mercado era de 5.411 millones de euros.

En los años 2005 y 2006 el Banco de España vendió 106,6 toneladas de oro, por 1.407 millones de euros y obtuvo unas plusvalías de 1.085 millones de euros. En el año 2007 el Banco de España vendió otras 135,1 toneladas adicionales, por un contravalor en el mercado de 2.156 millones de euros, con unas plusvalías de 1.748 millones de euros. En conjunto, las ventas realizadas en estos períodos ascienden a 241,8 toneladas, lo que representa el 46% del total de las tenencias que poseía el Banco de España a finales de 2004.

El importe obtenido por las ventas de oro —3.563 millones de euros en conjunto— se reinvirtió en valores de renta fija. Los rendimientos de esas inversiones han formado parte de los beneficios recurrentes del Banco de España y se han ingresado en el Tesoro.

Las plusvalías materializadas en la venta de oro —2.833 millones de euros en conjunto— se han dedicado en su totalidad a reforzar la situación patrimonial del Banco de España. En concreto, 1.085 millones provenientes de las plusvalías de la venta de oro, junto con otros 910 millones de beneficios extraordinarios provenientes de los billetes de peseta no canjeados por euros, pasaron a incrementar el capital y reservas del Banco, desde los 5 millones de euros en los que estaban situados, hasta alcanzar los 2.000 millones de euros. Otros 1.748 millones han servido para compensar las minusvalías implícitas existentes en los créditos singulares concedidos al Tesoro y a la Seguridad Social con anterioridad a 1994 y que no devengan intereses.

6.2 LA GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE PAGO

TARGET2 comenzó a funcionar el 19 de noviembre con un primer grupo de países

En lo relativo al sistema español de grandes pagos, el Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE), cuya gestión corresponde al Banco de España, continuó durante 2007 con su funcionamiento estable, sin cambios reseñables en su diseño y operativa, y registró crecimientos tanto en el número de operaciones como en los importes procesados. Así, el SLBE superó en 2007 los 12 millones de operaciones, por un valor superior a los 96 billones de euros, lo que supone un 12% y un 17% de incremento, respectivamente, sobre los datos de 2006.

Entretanto, en el ámbito europeo, TARGET2, la nueva generación del sistema de pagos TARGET, comenzó a funcionar el 19 de noviembre con la incorporación del primer grupo de países, de conformidad con el plan de migración escalonada diseñado al efecto. De acuerdo con el citado plan, la migración de la comunidad bancaria española tuvo lugar, de forma satisfactoria, el pasado 18 de febrero. De esta forma, el Sistema de Liquidación del Banco de España (SLBE) se ha transformado en TARGET2-Banco de España, el componente español del nuevo sistema TARGET2.

Mediante una plataforma técnica única y una estructura única de precios, TARGET2 ofrece una amplia gama de servicios básicos a sus participantes y un conjunto homogéneo de funciones a aquellos sistemas que liquiden en él. El Banco de España ha trabajado intensamente en la coordinación y la preparación de la migración al nuevo sistema, así como en la puesta en marcha del marco legal del mismo.

El Eurosistema prosiguió los trabajos preparatorios para la instauración de un nuevo servicio que permitiría armonizar la liquidación de operaciones de valores en euros en dinero de banco central (TARGET2-Securities), y decidió emprender trabajos sobre CCBM2, un nuevo sistema para la gestión de los activos de garantía aportados por sus contrapartidas.

En el ámbito de los pagos al por menor, el Banco de España desarrolla la vigilancia del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE), cuya gestión corresponde a Iberpay, sociedad privada propiedad de los propios participantes en el sistema. En 2007, el SNCE procesó 1.439 millones de operaciones, por un importe superior a los 2 billones de euros, lo que supone unas tasas de crecimiento del 6,5% y del 7%, respectivamente, equiparables a las de años anteriores.

Se completaron los preparativos para la Zona única de pagos para el euro (SEPA)

Durante 2007 se constituyeron diversos grupos de trabajo, con la participación de los diferentes sectores implicados y se publicó el Plan Nacional de Migración a la SEPA (Zona única de pagos para el euro), en el que se recogen los principales elementos que se deben considerar para lograr una transición ordenada de la comunidad española al nuevo entorno SEPA, que entró en funcionamiento en enero de 2008 y que debe alcanzar su máximo desarrollo para finales de 2010.

Finalizada la fase de diseño y preparación, desde enero de 2008 se dispone de los primeros instrumentos de pago paneuropeos, habiendo comenzado la fase de migración a la SEPA. Desde ahora, los consumidores, empresas y demás agentes económicos pueden realizar pagos electrónicos en euros a cualquier beneficiario dentro de la Unión Europea, con las mismas condiciones básicas y con los mismos derechos y obligaciones, utilizando una sola cuenta bancaria y un único conjunto de instrumentos de pago.

El Banco de España continuará trabajando con todas las partes interesadas en aquellas áreas donde quedan cuestiones por resolver, dando la máxima prioridad a que la SEPA, en un entorno de competencia, cubra las necesidades y expectativas de los usuarios y no suponga deterioro alguno en los niveles de servicio actuales.

6.2.1 La vigilancia de los sistemas de pago

Durante 2007 el Banco de España ha continuado con el ejercicio de la vigilancia de los sistemas de pago, con el objetivo de contribuir a su seguridad y funcionamiento eficiente. Asimismo, al objeto de dar la máxima transparencia al ejercicio de esta actividad, se publicó la segunda edición de la Memoria anual de vigilancia, donde se recogen los desarrollos más destacados en los sistemas de pago nacionales, las actividades de vigilancia llevadas a cabo y los resultados de las mismas.

Además del seguimiento regular de los sistemas de pago españoles, el Banco de España ha participado activamente en el análisis exhaustivo del nuevo sistema TARGET2 realizado por el Eurosistema con carácter previo a su lanzamiento. En dicha evaluación se concluye que el diseño del sistema cumple con los estándares adoptados por el Eurosistema en materia de vigilancia de sistemas de pago.

Por otra parte, en lo relativo al SNCE, el Banco de España publicó la Circular 1/2007, en la que se concreta el ejercicio de las facultades de vigilancia de dicho sistema que le atribuyen las disposiciones contenidas en el capítulo V de la Ley 41/1999. Asimismo, de acuerdo con lo previsto en la citada Ley, el Banco de España ha llevado a cabo en 2007 la revisión y la aprobación de la nueva normativa del SNCE, que, como principales novedades, recoge la definición de los momentos de irrevocabilidad y firmeza de las operaciones procesadas por el sistema que exige la citada Ley y el establecimiento de un sistema de garantías para la liquidación.

Durante 2007 se ha continuado con los desarrollos para disponer de una adecuada estrategia en materia de continuidad operativa dentro del Eurosistema, lo que supone contemplar diversos escenarios posibles, contar con los oportunos ejercicios de comprobación y establecer procedimientos de comunicación en situaciones de crisis.

6.3 LA GESTIÓN DE LOS BILLETES

El Banco de España, como parte integrante del Eurosistema, es responsable de la fabricación de billetes de euro y de su puesta en circulación y retirada, por lo cual controla la calidad del billete en circulación y adopta todas las medidas necesarias para evitar o reducir la falsificación. Así, durante el año 2007 fue responsable de la fabricación de 843,7 millones de billetes de euro, en las denominaciones de 5, 20 y 50 euros, parte de los cuales fueron distribuidos a otros bancos centrales del Eurosistema.

Ha continuado la tendencia al alza en la distribución y retirada de billetes

A lo largo del año, el Banco ha entregado 2.300 millones de billetes a las entidades de crédito y ha retirado de la circulación una cifra superior a los 2.500 millones de billetes. En ambos casos, continúa la tendencia creciente que se viene observando desde la introducción del euro; de hecho, las cifras mencionadas constituyen un récord histórico en la actividad del Banco, que participa de forma cada vez más intensa en el circuito de circulación del billete, y contribuye a mejorar su limpieza y estado de uso. Cabe destacar en este terreno que, en términos globales, y muy especialmente en las denominaciones de 10 y 20 euros, la diferencia a favor de la retirada supone que se dé el fenómeno de la llamada «circulación negativa», al ser superior el número de billetes retirados que el de los billetes puestos en circulación. El peso del turismo en España es un factor, entre otros, de singular importancia en este aspecto.

El número de billetes recontado en el Banco y sobre los que se ha realizado la actividad de selección, autentificación y control antes de su nueva puesta en circulación, ha superado los 2.536 millones de billetes, con un incremento del 11,2% respecto al año anterior, con lo cual se han alcanzado también en este terreno cifras históricas. No todos ellos, como es lógico, vuelven a la circulación, pues, de acuerdo con las normas establecidas por el Banco Central Europeo, el Banco de España destruye los billetes que no se consideran aptos para circular. El proceso se lleva a cabo por medios mecánicos y de forma descentralizada, en toda la red de sucursales del Banco.

El Marco europeo de reciclaje persigue impedir que los cajeros distribuyan billetes falsos

Relacionado con lo anterior, el Banco trabajó intensamente durante 2007 en los pasos necesarios para la aplicación en nuestro país del Marco europeo para el reciclaje de billetes de euro por los profesionales del efectivo, lo que contribuye a armonizar los sistemas de control y cuidado del efectivo por las entidades bancarias en Europa, homogeneizando los niveles de calidad en toda la zona del euro. El nuevo sistema implica más obligaciones para las entidades bancarias y persigue, entre otras cosas, ofrecer al ciudadano la garantía absoluta de que nunca un cajero automático pondrá en circulación un billete falso. Los aspectos relacionados con la maquinaria y la tecnología especializada ocuparon un papel importante en este terreno, donde el Banco colaboró estrechamente con el Eurosistema en las pruebas de medición de la calidad de los billetes en circulación. Esta colaboración se extendió a la realización de diversas pruebas para la selección de los nuevos elementos de seguridad que se incluirán en la segunda serie de billetes de euro. Cabe destacar que el Banco de España fue designado para formar parte del grupo de seis bancos centrales que tendrán la responsabilidad de custodiar la reserva estratégica de billetes del Eurosistema.

En lo que a monedas se refiere, el Banco de España actúa como agente del Tesoro, al retirar y poner en circulación las monedas que emite el Estado español. En el año 2007, las monedas puestas en circulación superaron los 1.374 millones de piezas, mientras que se retiraron de la circulación 222 millones de piezas.

7 Estadísticas

7.1 LA FUNCIÓN ESTADÍSTICA DEL BANCO DE ESPAÑA

La función estadística del Banco de España está enmarcada en su *Ley de Autonomía* y en el Plan Estadístico Nacional[3] (PEN). La *Ley de Autonomía* establece[4] que el Banco de España deberá elaborar y publicar las estadísticas relacionadas con sus funciones y asistir al BCE en

3. El Plan Estadístico Nacional se establece cada cuatro años (está en vigor el Plan 2005-2008) mediante un real decreto, según lo dispuesto en la Ley 12/1989, de la Función Estadística Pública, **4.** Artículo 7.5.f).

la recopilación de la información estadística necesaria para el cumplimiento de los cometidos del SEBC. Desde la creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM), son precisamente las tareas en el marco del BCE/SEBC las que, de forma progresiva, vienen aumentando la demanda de recursos dedicados a esta función.

Las principales estadísticas que elabora y difunde el Banco de España, en el marco de la *Ley de Autonomía*, son las relativas a las instituciones y mercados financieros y a los tipos de interés, aunque la información de base de alguna de las estadísticas incluidas en esos ámbitos procede de otros organismos supervisores [Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP)].

En el marco del vigente PEN (2005-2008) se elaboran y difunden la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional, las Cuentas Financieras de la Economía Española, la Encuesta Financiera de las Familias y la Deuda Pública, de acuerdo con el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). Una parte significativa de estas estadísticas coincide, en gran medida, con los requerimientos del SEBC, y su elaboración se realiza utilizando la información que todas las unidades residentes están obligadas a proporcionar, de acuerdo con las correspondientes normas legales.

Además, el Banco de España recopila, elabora y difunde, por medio de su Central de Balances, información sobre la situación patrimonial y los resultados de las sociedades no financieras, que se basa en cuestionarios cumplimentados voluntariamente por las empresas colaboradoras y en la explotación de las cuentas anuales depositadas por las sociedades no financieras en los Registros Mercantiles. Todas estas estadísticas se difunden en el *Boletín Estadístico*, en publicaciones monográficas y en la dirección del Banco de España en Internet.

Además de la elaboración y difusión de las estadísticas mencionadas, el Banco utiliza las estadísticas producidas por el resto de las agencias y supervisores nacionales (INE, IGAE, ministerios, CNMV, DGSFP, etc.) y por los organismos internacionales como fuente de otro grupo de trabajos estadísticos que pone a disposición de los analistas del propio Banco y del público en general. Estas actividades se completan con la activa participación de representantes del Banco de España en los foros estadísticos internacionales (en el ámbito del SEBC, la Comisión Europea a través de Eurostat, el Comité Europeo de Centrales de Balances, FMI, BIS, OCDE, etc.), y con el mantenimiento de bases de datos que posibilitan el estudio de la evolución de las variables recopiladas.

7.2 PRINCIPALES NOVEDADES DURANTE 2007

Durante 2007 se llevó a cabo la actualización de las estadísticas a cargo del Banco de España, con los niveles de calidad normalmente aceptados, y su difusión en las fechas preanunciadas, de acuerdo con el calendario que se difunde en la dirección del Banco de España en Internet. Cada una de las actualizaciones aludidas incorpora las novedades y mejoras metodológicas de las que se informa en cada una de las publicaciones. De entre ellas merecen destacarse las que se reseñan a continuación.

7.2.1 Estadísticas monetarias y financieras

Se ha incorporado información detallada sobre los créditos dudosos

Respecto de los trabajos que se llevan a cabo en el marco de las estadísticas monetarias y financieras relacionadas con las funciones a que se refiere la *Ley de Autonomía*, durante 2007:

1 Se ha completado el capítulo 4 del *Boletín Estadístico,* referido a las estadísticas de las entidades de crédito sobre la base de los estados de supervisión, según

lo dispuesto en la *CBE 4/2004*, que adaptó los estados contables de las entidades de crédito a las NIIF, e incorporó información detallada acerca de los créditos dudosos tanto por los instrumentos en que se materializan y el sector al que se conceden dichos créditos como por su finalidad cuando se conceden a otros sectores residentes. También se ha incluido información de los créditos morosos de las entidades de crédito.

2 Se ha trabajado en la segunda fase de la implantación de la Base de Datos Centralizada de Valores (CSDB), que permitirá disponer, entre otras, 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 UEM y de los que se encuentran en sus carteras, aunque hayan sido emitidos por no residentes en la UEM.

La segunda *Encuesta Financiera de las Familias* se presentó en diciembre

3 Dentro del proceso de homogeneización de las estadísticas de la UEM, se aprobó un nuevo Reglamento del BCE sobre los fondos de inversión y se adaptó la Orientación relativa a las estadísticas monetarias y de las instituciones y mercados financieros. Estas normas permitirán compilar, a partir de 2009, estadísticas armonizadas de este importante grupo de intermediarios financieros. Finalmente, en el ámbito de las estadísticas recogidas en el PEN, durante 2007 se difundieron los resultados de la *Encuesta Financiera de las Familias* (EFF) referida a fin de 2005, que incluyen un estudio de los cambios desde la anterior encuesta de 2002.

7.2.2 Estadísticas de Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional

Las principales novedades durante el año 2007 son las siguientes:

1 Se ha avanzado en la revisión del sistema de información que se utiliza actualmente para elaborar la Balanza de Pagos, con el objetivo de adaptarlo a los cambios que le afectarán durante 2008: la elevación del umbral de declaración de operaciones transfronterizas a 50.000 euros a partir del 1 de enero, la entrada en funcionamiento de TARGET2 y de otros sistemas de interconexión de los sistemas de liquidación de la zona del euro, y el inicio de la Zona única de pagos para el euro (SEPA).

Los trabajos realizados permitirán adelantar la difusión de los datos mensuales de Balanza de Pagos

2 Se han intensificado los esfuerzos para reducir el desfase con el que se difunden y revisan los datos mensuales de la Balanza de Pagos, lo que ha permitido elaborar un nuevo calendario, que supondrá, a partir de la publicación de los datos de enero de 2008, en el mes de abril, un adelanto de 15 días en la difusión de los datos mensuales de la Balanza de Pagos, así como un cambio en la periodicidad de las revisiones, que pasarán a ser trimestrales en lugar de anuales. Este nuevo calendario permitirá incrementar la coherencia de los datos de la Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional con los de las Cuentas Financieras y con los de las Cuentas Nacionales.

3 Se han continuado los trabajos para incorporar, tanto en la Balanza de Pagos como en la Posición de Inversión Internacional, los datos de inversión directa del Registro de Inversiones que gestiona la Dirección General de Comercio e Inversiones, del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Estos trabajos, que dieron sus primeros resultados en 2006, deberán culminar en el año 2008.

7.2.3 Situación patrimonial y resultados de las sociedades no financieras según la Central de Balances

En 2007, la Central de Balances colaboró con el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) en la elaboración de los modelos que habrán de servir para el depósito de cuentas del ejercicio 2008 (primero al que será de aplicación el Plan General de Contabilidad aprobado en 2007), así como en la preparación de su taxonomía de desarrollo, basada en el lenguaje XBRL.

Por otro lado, la Central de Balances ha liderado la creación de la base de datos ERICA, de cuentas consolidadas de grupos europeos, que utiliza las NIIF y ha mejorado las condiciones de uso de la base de datos «Referencias sectoriales de las sociedades no financieras» (RSE), también de ámbito europeo.

La base de datos anual ha superado por primera vez las 9.000 empresas colaboradoras

Además, en la misma línea de trabajo de años anteriores, se ha incrementado el número de empresas incluidas en las distintas bases de datos de la Central, de forma que la base de datos anual ha superado por primera vez, en el año 2007, el número de 9.000 empresas que colaboran directamente. Por su parte, la colaboración con los Registros Mercantiles de España, en virtud de un acuerdo con el Colegio de Registradores de España, ha permitido incorporar datos de más de 500.000 empresas. Estas dos bases de datos se complementan con la visión más cercana ofrecida por la base de datos trimestral, con datos de más de 800 empresas colaboradoras.

Finalmente, conviene destacar que en 2007 se han iniciado los trabajos para adaptar las bases de datos y estadísticas de la Central de Balances a la nueva clasificación de actividades económicas, que entrará en vigor en 2009 (CNAE 2009), y se ha revisado la evaluación cuantitativa del Protocolo de Kioto, una vez se ha dispuesto de información de su impacto sobre los balances y cuentas de resultados de las empresas, relativa a dos ejercicios.

7.3 OTROS TRABAJOS RELACIONADOS CON LA RECOGIDA, GESTIÓN Y DIFUSIÓN DE LA INFORMACIÓN ESTADÍSTICA

Durante 2007 se han acometido diversos trabajos para mejorar la infraestructura de recopilación, intercambio y acceso de la información estadística del Banco de España. A una parte de estos trabajos se ha hecho referencia implícita o explícitamente en los apartados anteriores. En este apartado se recogen aquellos que tienen un interés especial, en concreto:

1. Se ha puesto en funcionamiento un nuevo sistema de intercambios de información del SEBC, por el que, desde diciembre de 2007, se envía y recibe la información estadística entre el BCE y los bancos centrales nacionales.

2. Se ha desarrollado una nueva aplicación informática para facilitar el acceso y la gestión de la Base de Datos de Sectorización de la Economía Española, que el Banco de España pone a disposición de los usuarios a través de su dirección en Internet.

3. Se ha instalado en el sitio del Banco de España en Internet el primer formulario electrónico para recoger información sobre transacciones con el exterior directamente de empresas y personas físicas, al que se irán añadiendo otros, hasta cubrir todos los actuales formularios en papel.

4. Se han iniciado los trabajos para permitir el acceso a la información estadística del Banco de España mediante sistemas de búsqueda ágil en Internet.

8 Servicio de Reclamaciones

El número de casos planteados y las consultas crecieron sensiblemente

El Servicio de Reclamaciones continuó con su labor de atención a los usuarios de productos y servicios ofrecidos por las entidades financieras sometidas a la supervisión del Banco de España. Destaca un sensible crecimiento, a lo largo del ejercicio, del número de los casos planteados, sin que se haya percibido el tradicional descenso de actividad del período vacacional de los meses de julio y agosto, a la vez que se consolida una tendencia a la utilización creciente del sistema de resolución de consultas, tanto telefónicas

como telemáticas, que desde el año 2006 se puso a disposición de todos los ciudadanos.

En el aspecto operativo interno, concluyeron los trabajos para la puesta en marcha de una nueva aplicación informática de gestión de reclamaciones, que permite la comunicación por vía telemática de los ciudadanos y las entidades, y va a suponer una importante mejora en la rapidez y sencillez del procedimiento. El Banco de España se suma así al proyecto de administración telemática en el que cada vez participan mayor número de instituciones públicas.

Se ha potenciado, a través de la *Memoria Anual* del Servicio y de los *Informes Trimestrales*, la labor de difusión e información ofrecida tanto a las entidades financieras como a los clientes, sobre los temas más reclamados o que suscitan unas mayores dudas, así como de los criterios elaborados por el Servicio de Reclamaciones, y se ha llevado a cabo una revisión y actualización de los principios de buenas prácticas bancarias que deben presidir la actuación de las entidades con sus clientes. La Memoria correspondiente al año 2006 incorpora, por vez primera, un análisis muy detallado del comportamiento de los ciudadanos y entidades financieras de las distintas Comunidades Autónomas del territorio nacional.

Se han organizado y se ha participado en reuniones y seminarios en el ámbito nacional para debatir sobre aquellas cuestiones de mayor actualidad que son atendidas por el Servicio de Reclamaciones. Destacan el foro de discusión celebrado en el Banco de España para tratar sobre el «Fraude bancario a través de Internet» y las jornadas organizadas de forma conjunta con el Ilustre Colegio de Notarios de Madrid sobre la «Protección al Consumidor en la Contratación Bancaria», en las que se trataron diversas cuestiones relacionadas con las buenas prácticas en el marco contractual.

En el campo de la cooperación con otros organismos e instituciones, destaca la publicación de un folleto informativo sobre «Cómo reclamar en el ámbito de los servicios financieros», fruto de la colaboración entre el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y el Instituto Nacional de Consumo.

Se ha incrementado la proyección exterior del Servicio de Reclamaciones y se ha participado de forma muy activa en las reuniones internacionales que se celebran para tratar las cuestiones relacionadas con la protección del consumidor financiero. En el ámbito europeo destaca su participación en el Comité de Dirección, potenciando la difusión de la Red Finnet, de Resolución Extrajudicial de Conflictos Transfronterizos dentro del ámbito de la Unión Europea, de la que España es miembro fundador. En el ámbito internacional, el Servicio participó en la «INFO´07», conferencia internacional de Defensores del Cliente de servicios financieros, celebrada el pasado mes de septiembre en Londres, y en el «Seminario internacional sobre la protección de los derechos de clientes y usuarios de servicios financieros», celebrado en La Paz en noviembre de 2007.

También se ha intensificado la labor de cooperación técnica, especialmente en el área latinoamericana, ámbito en el que destaca la organización, junto con el Departamento de Cooperación Técnica del Banco, del «I Curso sobre protección del cliente financiero», celebrado en la sede del Banco de España en junio de 2007. En él participaron representantes de superintendencias y organismos de protección del consumidor de numerosos países sudamericanos, y están previstas sucesivas celebraciones de carácter anual.

9 *Comunicación externa*

La política de comunicación del Banco de España persigue un doble objetivo: dar a conocer las funciones y actuaciones de la institución y contribuir a garantizar la confianza de los ciuda-

danos en el sistema financiero. La comunicación externa es para el Banco de España un complemento necesario para el cumplimiento de las funciones que le confieren su Ley de Autonomía y la pertenencia al SEBC.

9.1 RELACIONES CON LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN

La estrategia de comunicación del Banco de España en relación con los medios de comunicación está orientada a mejorar el conocimiento de los profesionales de la información sobre el funcionamiento de la institución, pues ellos constituyen un eslabón necesario en el mecanismo de transmisión de los mensajes a los ciudadanos. En este contexto, se ha continuado con el programa de formación para periodistas y se han realizado sesiones para explicar el uso de las estadísticas generadas por la institución o las implicaciones de la Zona única de pagos para el euro (SEPA). En esta misma línea, con el objetivo de dar difusión al trabajo de los distintos departamentos del Banco, se organizaron encuentros informativos como los destinados a presentar los resultados de la Central de Balances, en noviembre, y la segunda edición de la *Encuesta Financiera de las Familias*, en diciembre.

Además de estos encuentros regulares, durante 2007 cabe destacar la cobertura mediática de otros actos, como el *Seminario de Alto Nivel del Eurosistema y los Bancos Centrales Mediterráneos*, celebrado en Valencia en el mes de marzo; la presentación del Informe de Perspectivas de Desarrollo de Asia 2007 del BAD, en abril; el Homenaje al profesor Fuentes Quintana, en junio, o el Foro Financiero China-España, en octubre (véase epígrafe 3.2).

Otros eventos que despertaron el interés informativo en el ejercicio pasado fueron la presentación en abril del nuevo Portal del Cliente Bancario, sometido a una importante renovación tanto de imagen como de contenidos, la entrega en mayo del Premio Bernácer o la presentación a los medios del trabajo ganador del I Concurso Escolar «El Banco de España y la estabilidad en la economía», en junio (véase epígrafe 9.2.1).

A lo largo de 2007, se registró una importante demanda de entrevistas por parte de los medios de comunicación. En conjunto, diversos representantes del Banco concedieron una veintena de entrevistas, tanto en el ámbito nacional como en el internacional, sobre un amplio abanico de temas de actualidad. Una parte de las entrevistas realizadas en 2007 se enmarcó dentro del plan de comunicación a través de la red de sucursales del Banco, cuyo objetivo es dar a conocer las actividades del Banco de España entre los medios locales y regionales. En esta misma línea, en 2007 se presentó por primera vez la *Memoria Anual del Servicio de Reclamaciones* de forma simultánea en Madrid y en las sucursales de Barcelona, Sevilla y Valencia. La iniciativa tuvo una buena acogida por parte de los medios de estas cuatro ciudades, que dieron una amplia cobertura informativa a la presentación.

Los miembros de los órganos de Gobierno participaron en 30 foros nacionales e internacionales

No obstante, como en ejercicios anteriores, la principal vía de comunicación de los puntos de vista del Banco respecto a la situación económica y el sistema financiero fueron sus publicaciones periódicas, como el *Informe Anual* o el *Boletín Económico*, y las intervenciones públicas de sus directivos. Además de las comparecencias periódicas del Gobernador ante el Congreso (en junio, para presentar el *Informe Anual)* y ante las comisiones de Presupuestos del Congreso y del Senado (en octubre), en 2007 cabe destacar otras tres intervenciones: una para explicar la influencia de la política monetaria sobre las empresas y las familias españolas (en abril, en el Congreso) y otras dos sobre los posibles efectos de las turbulencias financieras en la economía española (en septiembre, ante ambas cámaras). Además, los miembros de los órganos de gobierno del Banco participaron, en 2007, en 30 foros nacionales e internacionales.

9.2 PROGRAMA DE COMUNICACIÓN INSTITUCIONAL

9.2.1 Iniciativas educativas

Durante su primer año de vida, el Aula Virtual, un portal educativo para jóvenes creado con el objetivo de fomentar el conocimiento del Banco de España y difundir su misión como garante de la estabilidad de precios, de pagos y del sistema financiero, se ha consolidado como una herramienta de aprendizaje para la comunidad educativa, tal y como muestran las 400.000 páginas del portal que se consultaron durante el año 2007.

314 centros escolares participaron en el I Concurso Escolar «El Banco de España y la estabilidad en la economía»

Asimismo, se celebró en el año 2007 la primera edición del Concurso Escolar «El Banco de España y la estabilidad en la economía» para centros escolares de Bachillerato y Ciclos Formativos de grado medio, basado en los contenidos del Aula Virtual. Los 314 equipos inscritos, representativos de toda la geografía española, tuvieron que afrontar una primera prueba general, que superaron 39 centros, y una segunda, consistente en una contribución escrita sobre «El Banco de España y la estabilidad en la economía». El equipo ganador, que obtuvo como premio ocho ordenadores portátiles, fue el Instituto de Enseñanza Secundaria Torrellano, de Torrellano-Elche (Alicante). Sus componentes recibieron, además, en una ceremonia en la sede del Banco de España en Madrid, los diplomas acreditativos de manos del Gobernador, presidente del jurado. El Banco ha editado el ensayo ganador, distribuyéndolo a los 5.000 centros a los que se ha enviado la convocatoria de la segunda edición del concurso, dedicada al décimo aniversario del SEBC, del Eurosistema y del BCE, que se celebrará durante el curso académico 2007/2008.

9.2.2 Información al ciudadano

El sitio del Banco de España en Internet registró 17 millones de páginas visualizadas

El compromiso del Banco de España de aportar información fiable a los diversos segmentos destinatarios hace que el sitio del Banco de España en Internet constituya un canal muy relevante de comunicación directa con el público. Así lo indican las estadísticas de acceso, que muestran, para el año 2007, más de 17 millones de páginas visualizadas, incluyendo los accesos al Portal del Cliente Bancario, que ascendieron a casi 2 millones en el mismo período.

Dentro del proceso permanente de ampliación y mejora de los contenidos y arquitectura de la página, durante el año pasado se procedió, entre otras numerosas acciones, a la traducción de determinados contenidos a las lenguas cooficiales de determinadas Comunidades Autónomas, para facilitar a los ciudadanos la navegación en catalán, gallego, valenciano y vasco.

Además, durante este ejercicio, se han dado los primeros pasos para llevar a cabo una remodelación total del sitio en Internet. Así, durante el primer semestre de 2007 el Banco de España realizó un estudio analítico con objeto de detectar las expectativas y demandas de los diferentes públicos objetivos que utilizan este canal. El resultado recomienda la realización de mejoras en el soporte tecnológico, el diseño, la arquitectura, la facilidad de uso y la accesibilidad del sitio en Internet, por lo que en el último trimestre del año se han iniciado las actuaciones necesarias para llevar a cabo esas recomendaciones, que se prolongarán durante el ejercicio 2008.

En cuanto a las solicitudes telefónicas y por correo electrónico recibidas de los ciudadanos durante el ejercicio 2007, el Servicio de Información Estadística respondió a cerca de 1.200 requerimientos, en los que la información más solicitada fue la relacionada con los tipos de interés y los tipos de cambio. Por su parte, a través del Portal del Cliente Bancario se tramitaron 3.266 consultas sobre diversos aspectos de la relación de los ciudadanos con las entidades bancarias.

Dentro de la línea institucional de publicaciones y folletos divulgativos desarrollada por el Banco de España, en el año 2007 se diseñaron 22 trípticos sobre las sucursales que hoy conforman, junto con la sede de Madrid, su organización territorial. El objetivo del proyecto, cuya tirada total es de 55.000 ejemplares, es informar al ciudadano sobre los servicios que le presta el Banco desde la red de sucursales y fomentar el conocimiento de la historia y las funciones del Banco de España. De acuerdo con la política del Banco de utilizar, en determinados productos des-

tinados al ciudadano, las lenguas oficiales de las diferentes Comunidades Autónomas, los trípticos destinados a las mismas se han traducido al catalán, gallego, valenciano y vasco.

En línea con la vocación que el Banco de España tiene de acercamiento a los diversos colectivos sociales, se han distribuido 60.000 folletos y 9.600 unidades de otros materiales de carácter divulgativo, tanto en las jornadas y conferencias celebradas por el Banco como en las visitas que en Madrid o en la red de sucursales se han recibido de ciudadanos, profesionales y estudiantes, entre otros.

9.3 COOPERACIÓN CON EL SEBC

Durante 2007, el Banco de España llevó a cabo actividades de comunicación en el marco de su pertenencia al SEBC. Además de contribuir a la definición y puesta en práctica de la estrategia de comunicación del Eurosistema a través de su participación en el Comité de Comunicación Externa y de la difusión por Internet de las notas y comunicados del BCE, el Departamento de Comunicación ha desarrollado diversas iniciativas que se enmarcan dentro del Plan de Comunicación del Eurosistema, entre las que destacan las actividades destinadas al cumplimiento de la misión del Eurosistema, y la preparación del programa conmemorativo que llevará a cabo el Banco de España para celebrar en el año 2008 el décimo aniversario del SEBC, del Eurosistema y del BCE, y en el año 2009, el décimo aniversario de la introducción del euro.

10 Organización y administración interna

10.1 RECURSOS HUMANOS Y ORGANIZACIÓN

La plantilla total se ha mantenido en 2.720 empleados

La plantilla total del Banco de España, a 31 de diciembre de 2007, asciende a 2.720 empleados, sin variación respecto del año anterior, al producirse una compensación entre ingresos y bajas. En el pasado año, la Comisión Ejecutiva aprobó la «Plantilla del Banco de España» y su distribución por áreas, como punto de partida hacia una plantilla objetivo, que se ha fijado en 2.722 empleados. Se incrementó el porcentaje de presencia femenina, tanto en términos generales como en los puestos directivos, donde alcanza un 35%.

Con el objetivo de contribuir a una mayor movilidad y transparencia y de facilitar la localización de los mejores profesionales, se puso en marcha por primera vez un «Protocolo de preselección de puestos de responsabilidad». Este Protocolo establece cuatro posibles vías para el nombramiento de estos puestos de libre designación, si bien la vía preferente es la de cobertura interna con publicación de la vacante, mediante la cual se han ocupado 29 puestos.

Cabe resaltar un especial esfuerzo en potenciar la movilidad interna, que se plasmó en un total de 182 movimientos, lo que representa un porcentaje del 7% sobre el total de plantilla fija.

En 2007 el Banco incrementó el número de estudiantes en prácticas, procedentes del Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF), la Universidad Complutense de Madrid y el Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI). Además, se ha suscrito un nuevo Convenio de Cooperación con la Universidad Autónoma de Madrid.

En materia de formación se dio continuidad a las acciones desarrolladas en 2006, y durante 2007 se iniciaron nuevos cursos, de formación tanto en conocimientos (derivados de crédito, valoración de instrumentos financieros, normas internacionales de contabilidad, uso y manejo de la Biblioteca y aprendizaje por medios electrónicos sobre herramientas ofimáticas) como en habilidades (presentaciones y comunicación escrita en inglés). Además, y como actividad formativa del Eurosistema, el Banco de España puso en marcha un curso de formación de formadores, y abrió también las nuevas actividades formativas sobre habilidades a la asistencia de otros bancos centrales del Eurosistema. Por otra parte, en octubre se comenzó a impartir formación en inglés a empleados destinados en sucursales y se comple-

tó con los Jefes de División la formación sobre herramientas de gestión en el ámbito de la dirección de las organizaciones, que se había iniciado en 2004 con los Directores de Departamento.

La valoración media de todas las acciones formativas por parte de los participantes ha sido de 8,6 puntos sobre 10. El número de empleados formados ha aumentado en un 6% con respecto al año anterior, llegando a un total de 1.540.

El Convenio Colectivo de 2007 ha avanzado en la conciliación de la vida familiar y profesional

El Convenio Colectivo de 2007 se ha caracterizado por avanzar en las mejoras de conciliación de la vida familiar y profesional, añadiendo nuevas medidas, entre las que destaca la incorporación de un programa piloto de teletrabajo. Igualmente, este Convenio ha supuesto un avance importante en la aplicación de un plan de igualdad efectiva de mujeres y hombres, así como mejoras en la flexibilidad horaria y de índole social.

Por otra parte, se ha facilitado el acceso de los empleados a través de la Intranet a nuevas funcionalidades en la gestión de recursos humanos.

10.2 ADMINISTRACIÓN E INMUEBLES

A lo largo de 2007 continuó la ejecución del ambicioso programa de renovación de las instalaciones y de actualización de los edificios en los inmuebles del Banco, tanto en los servicios centrales como en sucursales y residencias.

En el complejo de Cibeles se ha iniciado la tercera y última fase de restauración de la cubierta de cinc del edificio tradicional, que supone su renovación integral, en la que se utilizan los mismos materiales y formas originales. En el interior de los edificios de este complejo se están completando la renovación y la actualización de las instalaciones de seguridad, y se han finalizado las actuaciones para mejorar la protección contra incendios, con la disposición de elementos que sectorizan los recintos en caso de fuego o humo, y la instalación de megafonía, que permitirá la realización de simulacros de evacuación.

Asimismo, a lo largo de 2007 se completaron las bases para la reordenación y la racionalización del mantenimiento de las instalaciones de los edificios de este complejo, de modo que el próximo ejercicio empezará a funcionar un contrato de mantenimiento integral, que ha permitido prescindir de más de veinte contratos parciales y obtener un ahorro de costes en torno al 13% anual, además de mejorar la eficiencia de la gestión.

Se ha elaborado un programa de renovación de instalaciones en la red de sucursales

En las sucursales, se concluyó en 2007 la evaluación del estado de las instalaciones generales en todas ellas, lo que ha permitido elaborar un programa de modernización de las mismas, que se ejecutará a lo largo de los próximos ejercicios, y preparar las bases para la racionalización eficiente de los contratos de mantenimiento. Asimismo, se completaron la renovación y la actualización de las instalaciones de seguridad.

La mejora de los accesos a los edificios del Banco, con un programa específico para la supresión de las barreras arquitectónicas que dificultan la entrada de las personas con discapacidad, se ha materializado en la disposición de elementos que eliminan estas barreras en el inmueble de Alcalá, 522, y en 12 de las 22 sucursales existentes. Está previsto completar este programa a lo largo de 2008 en el resto de sucursales en que sea técnicamente viable.

10.3 GESTIÓN DOCUMENTAL CORPORATIVA

El Banco de España, dentro de las iniciativas de política documental y de administración electrónica, dispone de un modelo de gestión de documentos corporativo que aporta soluciones adecuadas a sus necesidades, actuales y futuras, para el tratamiento de su documentación.

El año 2007 ha servido para su consolidación, revisión y mejora. Más de 1.200 empleados utilizan la aplicación informática GDC (Gestor Documental Corporativo), y se han incorporado este año más de 41.000 documentos.

En este contexto, el 24 de junio de 2007 entró en vigor la *Ley 11/2007, de acceso electrónico de los ciudadanos a los servicios públicos*, que reconoce «el derecho de los ciudadanos a relacionarse con las Administraciones Públicas utilizando medios electrónicos en el desarrollo de procedimientos administrativos, así como para obtener información, realizar consultas y alegaciones, formular solicitudes, manifestar consentimiento, entablar pretensiones, efectuar pagos, realizar transacciones y oponerse a las resoluciones y actos administrativos». Dado el alto componente documental de los procesos administrativos del Banco, esta nueva Ley tiene una importante incidencia en el planteamiento del sistema de gestión de documentos en el Banco de España. Por este motivo, se ha iniciado la ejecución de un importante proyecto de extensión de la gestión documental corporativa y adecuación de los procesos de trabajo al cumplimiento de los requerimientos establecidos por la Ley 11/2007, con el fin de diseñar y poner en marcha un plan de acción que permita cumplir los requisitos y plazos previstos por la misma.

10.4 SISTEMAS DE INFORMACIÓN Y PROCESOS

El año 2007 ha sido un ejercicio con mucha actividad, por el número de proyectos en curso (102), la criticidad de alguno de ellos —como los relacionados con la entrada en TARGET2— y la conversión tecnológica de las aplicaciones de los sistemas de ordenadores centrales, basadas en el lenguaje de programación Natural y en la base de datos Adabas, que pasan a basarse en el lenguaje de programación Cobol y la base de datos DB2, para evitar riesgos por obsolescencia tecnológica.

Hay que destacar también los trabajos realizados para permitir la incorporación del Banco de España a la SEPA (Zona única de pagos para el euro); el nuevo sistema de declaración de cuentas en el exterior a través de Internet, que incorpora por primera vez el uso de certificados digitales (se han emitido 1.200 certificados para entidades externas y 2.000 certificados electrónicos personales para empleados del Banco de España); la puesta en marcha del nuevo sistema operacional de la Central de Balances, del sistema integrado para la gestión de la actividad supervisora (SIGAS) y del nuevo sistema de gestión de expedientes del Servicio de Reclamaciones.

Se han actualizado los ordenadores centrales, con la instalación de equipos de nueva tecnología y mayor capacidad de proceso, y se ha desarrollado y puesto en producción una nueva configuración de los mismos, denominada SYSPLEX, que permite reducir significativamente el coste por alquiler de programas y disponer de una plataforma con nuevas facilidades de alta disponibilidad, que mejora la capacidad de respuesta ante posibles desastres.

Dentro del plan de renovación de equipos, se sustituyeron 1.085 equipos, entre ordenadores, monitores e impresoras, de los cuales se han donado 789 a empleados y 300 a entidades sin ánimo de lucro. El Centro de Ayuda al Usuario (CAU) ha seguido mejorando su gestión, logrando atender 42.237 llamadas y tramitando 30.094 incidencias.

En relación con la Continuidad de Negocio, se concluyó el anteproyecto de Circular Interna de Continuidad de Negocio, que establece los procedimientos para reanudar la actividad si algún imprevisto impide realizar normalmente el trabajo, y se ejecutó el Plan de Pruebas de 2007, con la realización de un total de 20 jornadas de pruebas, en las que se comprobó la reanudación de 79 procesos. Asimismo, se organizó en el Banco de España la primera conferencia de Continuidad de Negocio del Eurosistema.

10.5 INTERVENCIÓN GENERAL

Se crea un nuevo Comité de Gestión de Riesgos, para dirigir la gestión de todos los riesgos

Dentro del proceso de mejora de sus mecanismos de gobierno corporativo, el Banco de España ha establecido el nuevo marco conceptual que ha de regir su sistema de control interno. Dicho marco fija los objetivos que se deben cumplir, los principios básicos y las directrices generales en los que debe basar su actuación, su estructura organizativa y la correspondiente asignación de funciones, culminando todo ello con la creación de un nuevo Comité de Gestión de Riesgos que se ocupe de la supervisión del sistema y abarque, de un modo integral, la gestión de todos los riesgos.

Al propio tiempo, y dentro del citado marco general, se ha ampliado la implantación del sistema de gestión del riesgo operativo a otros seis departamentos de los servicios centrales. Está previsto que el proceso de su implantación en todas las áreas del Banco finalice en 2008.

En el ámbito internacional se ha potenciado el Grupo de Trabajo Internacional de Riesgo Operativo, que copreside el Banco de España junto con el Banco de la Reserva Federal de Filadelfia, y en el que ya participan 35 bancos centrales y/o organismos reguladores/supervisores de todo el mundo. En el ámbito europeo participó muy activamente en los trabajos iniciados en el BCE para el establecimiento de la política y los principios generales que deberán regir la gestión del riesgo operativo en el Eurosistema. Finalmente, el Banco de España ha intervenido en diversos eventos destinados a la formación en gestión del riesgo operativo de profesionales de la banca central de Latinoamérica.

Con el fin de mejorar los procedimientos de contratación de bienes, suministros y servicios, se ha creado un nuevo Servicio de Contratación Centralizado para todos aquellos contratos que superen un determinado límite cuantitativo, y, al propio tiempo, se han modificado las normas presupuestarias del Banco para adaptarlas a la nueva situación.

El Banco de España ha participado en la definición de un nuevo sistema de ingresos monetarios, por el que se redistribuyen los ingresos procedentes de la política monetaria entre los bancos centrales del Eurosistema y que sustituirá al sistema vigente a partir de 2008, y en la definición de los procedimientos para distribuir entre los bancos centrales los beneficios derivados de los billetes de euro emitidos no retornados.

10.6 AUDITORÍA INTERNA

La Auditoría Interna, conforme al Estatuto aprobado por la *Circular Interna 4/2007, de 20 de julio*, tiene por objeto evaluar la eficacia, la suficiencia y la idoneidad de todos los sistemas y procedimientos establecidos para la gestión y el control de los riesgos.

La función de auditoría interna es ejercida por el Departamento de Auditoría Interna (DAI), que depende directamente del Gobernador. Adicionalmente, el DAI debe prestar a la Comisión de Auditoría del Consejo de Gobierno toda la colaboración que esta requiera y facilitarle la información que precise.

El DAI y el personal auditor que lo integra deben actuar bajo los principios de objetividad, imparcialidad, confidencialidad y ausencia de conflicto de intereses, y de conformidad con los principios, estándares y procedimientos establecidos en el *Manual de Auditoría Interna,* aprobado por la Ordenanza 7/2007, de 15 de febrero.

La actividad auditora del DAI se establece mediante un plan anual que es aprobado por el Gobernador/Subgobernador, dando cuenta a la Comisión Ejecutiva. Conforme al Plan 2007, el DAI ha realizado las siguientes auditorías principales: cuentas anuales del Banco de España; informe previsto en la *Ley 44/2002, de medidas de reforma del sistema financiero*; seguridad de los sistemas de información automatizados; arqueo de las reservas estratégicas de-

positadas por el BCE; procesamiento de billetes de euro (clasificación y destrucción); estados financieros consolidados del Eurosistema; operaciones de política monetaria; proyectos de Extranet y de distribución de documentación del SEBC; instrumentación local de los servicios de SWIFT utilizados para TARGET y CCBM; e inspección ordinaria de las sucursales de Alicante, Barcelona, A Coruña, Málaga, Melilla, Tenerife, Toledo y Valladolid. Asimismo, ha realizado el seguimiento de las recomendaciones de las auditorías específicas del Banco de España realizadas en los años 2004 a 2006 y de las comunes al SEBC.

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA

EJERCICIO 2007

1 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. Conforme a lo previsto en el mencionado artículo, dichas cuentas han sido elaboradas siguiendo las orientaciones e instrucciones contables del Banco Central Europeo (BCE)[1], establecidas en virtud del artículo 26.4 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)/BCE, sobre normalización de principios y prácticas contables del Eurosistema, así como la normativa contable interna en los casos en los que aquellas no son aplicables. La citada normativa interna sigue los principios contables de general aplicación, adaptados a las características especiales de las operaciones y funciones de un banco central.

Las cuentas anuales del Banco de España han sido sometidas, de acuerdo con lo establecido en los artículos 29 y 32 de su Reglamento, a la auditoría de su Departamento de Auditoría Interna y al análisis y examen de la Comisión de Auditoría designada al efecto por el Consejo de Gobierno del Banco. Asimismo, dichas cuentas han sido auditadas por auditores externos independientes, tal como establece el citado artículo 29 de su Reglamento Interno y el artículo 27 de los Estatutos del SEBC.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 4.2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, corresponde al Gobierno, a propuesta del ministro de Economía y Hacienda, aprobar el balance y cuentas del ejercicio del Banco, que serán remitidos a las Cortes Generales para su conocimiento. Corresponde al Consejo de Gobierno del Banco, a tenor de lo establecido en el artículo 21.1.g) de la citada Ley, formular las cuentas anuales de esta institución.

Las cifras consignadas, salvo indicación en contrario, están expresadas en millones de euros. Las correspondientes a 2006 se presentan únicamente para facilitar su comparación con las de 2007. 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 2007. En su apartado 2 se presenta el balance y la cuenta de resultados a 31.12.2007; en el 3, la memoria explicativa, con la normativa contable que ha servido de marco de referencia para su elaboración y las notas explicativas sobre los aspectos más relevantes del balance y de la cuenta de resultados, y en el apartado 4, en cumplimiento de lo dispuesto en el art. 4.2 de la Ley de Autonomía, se detallan las aportaciones efectuadas a los Fondos de Garantía de Depósitos y los préstamos y operaciones no concertados en condiciones de mercado o que, de cualquier forma, entrañan lucro cesante o quebranto para el Banco, estimándose los importes del mismo.

Finalmente, en los anejos 1 y 2 se acompañan los informes emitidos por los auditores externos y por la Comisión de Auditoría del Banco de España respecto a las cuentas anuales presentadas en los apartados que les preceden.

---

1. Orientación del Banco Central Europeo de 10 de noviembre de 2006, sobre el Régimen jurídico de la contabilidad y la elaboración de informes financieros en el SEBC (BCE/2006/16), con sus modificaciones.

BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2007

En millones de euros

		NÚMERO NOTA	2007	2006
ACTIVO				
1	**Oro y derechos en oro**	**1**	**5.144,72**	**6.467,38**
2	**Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro**		**3.749,43**	**3.855,62**
2.1	Activos frente al FMI	2	589,64	674,33
2.2	Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	3	3.159,78	3.181,29
3	**Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro**	**4**	**2.579,16**	**1.176,98**
4	**Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro**		**594,29**	**912,78**
4.1	Depósitos, valores y préstamos	5	594,29	912,78
4.2	Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		—	—
5	**Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria**	**6**	**71.373,51**	**21.865,81**
5.1	Operaciones principales de financiación		57.247,89	18.695,60
5.2	Operaciones de financiación a más largo plazo		14.123,44	3.169,93
5.3	Operaciones temporales de ajuste		—	—
5.4	Operaciones temporales estructurales		—	—
5.5	Facilidad marginal de crédito		—	—
5.6	Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		2,18	0,29
6	**Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro**	**7**	**1,91**	**1,98**
7	**Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro**	**8**	**29.341,38**	**29.396,07**
8	**Créditos en euros a las Administraciones Públicas**	**9**	**5.832,38**	**7.416,32**
9	**Cuentas intra-Eurosistema**	**10**	**4.786,88**	**29.834,73**
9.1	Participación en el capital del BCE		437,71	432,70
9.2	Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE		4.349,18	4.326,98
9.3	Activos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema		—	—
9.4	Otros activos intra-Eurosistema (neto)		—	25.075,06
10	**Partidas en curso de liquidación**		**0,85**	**2,71**
11	**Otros activos**		**51.824,13**	**36.880,40**
11.1	Inmovilizado material e inmaterial	11	229,93	210,72
11.2	Otros activos financieros	12	48.535,13	34.090,77
11.3	Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	13	103,38	201,33
11.4	Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	14	1.795,09	1.511,27
11.5	Diversos	15	1.160,59	866,31
TOTAL ACTIVO			**175.228,63**	**137.810,78**

BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2007 (cont.)

En millones de euros

		NÚMERO NOTA	2007	2006
PASIVO				
1	**Billetes en circulación**	**16**	**67.612,95**	**62.864,84**
2	**Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria**	**17**	**52.320,79**	**20.558,76**
2.1	Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)		38.327,45	20.558,13
2.2	Facilidad de depósito		215,00	—
2.3	Depósitos a plazo		13.775,00	—
2.4	Operaciones temporales de ajuste		—	—
2.5	Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		3,34	0,64
3	**Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro**		**—**	**—**
4	**Certificados de deuda emitidos**		**—**	**—**
5	**Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro**		**20.355,60**	**17.503,08**
5.1	Administraciones Públicas	18	18.030,35	15.057,47
5.2	Otros pasivos	19	2.325,25	2.445,62
6	**Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro**	**20**	**157,98**	**126,59**
7	**Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro**		**1,24**	**2,07**
8	**Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro**		**117,03**	**154,14**
8.1	Depósitos y otros pasivos	21	117,03	154,14
8.2	Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		—	—
9	**Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI**	**22**	**320,92**	**341,12**
10	**Cuentas intra-Eurosistema**	**23**	**21.141,50**	**24.113,87**
10.1	Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema		17.903,61	24.113,87
10.2	Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)		3.237,89	—
11	**Partidas en curso de liquidación**	**24**	**209,75**	**205,57**
12	**Otros pasivos**		**608,99**	**548,05**
12.1	Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	25	—	—
12.2	Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados	26	293,32	238,25
12.3	Diversos	27	315,67	309,80
13	**Provisiones**	**28**	**4.005,81**	**2.651,57**
14	**Cuentas de revalorización**	**29**	**4.371,09**	**5.293,55**
15	**Capital y reservas**		**2.000,00**	**1.500,00**
15.1	Capital	30	1.000,00	1.000,00
15.2	Reservas	31	1.000,00	500,00
16	**Beneficio del ejercicio**	**32**	**2.004,98**	**1.947,57**
TOTAL PASIVO			**175.228,63**	**137.810,78**

CUENTA DE RESULTADOS DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2007

En millones de euros

		NÚMERO NOTA	2007	2006
1	Ingresos por intereses	1	5.060,38	3.493,02
2	Gastos por intereses	2	2.177,94	1.442,89
3	**Ingresos netos por intereses (1 – 2)**		**2.882,43**	**2.050,13**
4	Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	3	1.745,19	453,04
5	Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	4	529,44	239,54
6	Dotaciones y excesos de provisión por riesgo de tipo de cambio y precio	5	1.688,56	-1,36
7	**Resultado neto por operaciones financieras, saneamientos y dotaciones para riesgos (4 – 5 – 6)**		**-472,81**	**214,86**
8	Ingresos por honorarios/comisiones		19,09	15,43
9	Gastos por honorarios/comisiones		7,27	6,25
10	**Ingresos netos por honorarios/comisiones (8 – 9)**	**6**	**11,82**	**9,17**
11	Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	7	9,68	20,22
12	Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios	8	37,25	21,23
13	Otros ingresos y quebrantos	9	-22,95	81,73
14	**TOTAL INGRESOS NETOS (3 + 7 + 10 + 11 + 12 + 13)**		**2.445,42**	**2.397,34**
15	Gastos de personal	10	211,14	204,63
16	Gastos en bienes y servicios	11	113,94	111,18
17	Amortización del inmovilizado	12	20,12	33,97
18	Costes de producción de billetes	13	70,95	89,48
19	Otros gastos		2,35	2,26
20	**TOTAL GASTOS OPERATIVOS (15 + 16 + 17 + 18 + 19)**		**418,49**	**441,52**
21	Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones	14	21,95	8,26
22	**BENEFICIO DEL EJERCICIO (14 – 20 – 21)**	**15**	**2.004,98**	**1.947,57**

V.º B.º
El Gobernador,

MIGUEL FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ

El Interventor General,

ANTONIO ROSAS

3 Memoria explicativa

3.1 Normativa contable

1 PRINCIPIOS BÁSICOS

Para la elaboración de las cuentas anuales se han aplicado los principios contables de: realidad económica y transparencia, empresa en funcionamiento, prudencia, registro de acontecimientos posteriores al cierre, importancia relativa, devengo, y consistencia y comparabilidad.

2 CRITERIOS DE CONTABILIZACIÓN

Las cuentas se han preparado siguiendo el criterio general del coste histórico, con las modificaciones necesarias para incorporar el precio de mercado en los valores negociables de renta fija, en el oro y en la posición en moneda extranjera. Los futuros se valoran diariamente a precio de mercado, y las participaciones significativas en el capital de sociedades, a valor teórico contable.

En general, las operaciones realizadas con activos y pasivos se contabilizan en la fecha de su liquidación. No obstante, desde el 2 de noviembre de 2006, el Banco de España aplica el denominado criterio económico[2], en su método alternativo. De acuerdo con este método, las operaciones a plazo con divisas y con oro se registran en la fecha de contado (habitualmente, dos días después de la fecha de contratación), salvo que entre la fecha de contratación y la fecha de contado medie un fin de ejercicio, en cuyo caso se contabilizan en la fecha de contratación.

Los criterios de valoración concretos aplicados a los distintos activos y pasivos han sido los siguientes:

Oro

Se contabiliza por su precio de adquisición[3], 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 reevaluaciones 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 entra-

---

2. Definido en la Orientación del Banco Central Europeo de 10 de noviembre de 2006, sobre el Régimen jurídico de la contabilidad y la elaboración de informes financieros en el SEBC (BCE/2006/16), con sus modificaciones. **3.** A 31.12.1998 se ajustó su precio de adquisición en función del precio de mercado existente en aquel momento, y se abonaron las plusvalías latentes a cuentas de revalorización. Estas plusvalías se van posteriormente abonando a resultados cuando se realiza la venta del activo, o bien se utilizan para compensar minusvalías.

da 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

Las operaciones de compraventa de divisas al contado se contabilizan en su fecha de liquidación, afectando a la posición en moneda extranjera desde esa fecha. En aplicación del criterio económico, las pérdidas y ganancias derivadas de las operaciones de venta de divisas al contado se consideran igualmente realizadas desde su fecha de liquidación. Por su parte, las operaciones de compraventa de divisas a plazo se contabilizarán en cuentas fuera de balance en la fecha de contado de la operación, afectando a la posición en divisas y considerando el resultado de la operación realizado en dicha fecha.

Las compras se contabilizan por su precio de adquisición en euros. Las compras y las ventas de divisas contra euros se valoran al tipo de cambio concertado en la operación, mientras que en las operaciones de compraventa de divisas contra divisas la valoración en euros se efectúa al tipo de cambio medio de mercado de la divisa vendida en la fecha de contratación de la operación. Las operaciones en una divisa que no supongan modificación de la posición global de la misma no afectan al valor contable de dicha posición.

El coste en euros de las divisas vendidas se calcula por el método LIFO diario.

En aplicación del mencionado criterio económico, los intereses devengados en moneda extranjera se contabilizan diariamente, empleándose normalmente el tipo de cambio medio de mercado del día. En el caso de no poder disponer del tipo del día, se aplica el último tipo de cambio medio de mercado disponible. Las cuentas de periodificación que recogen los intereses devengados en divisas a cobrar o pagar pasan a formar parte de la posición en divisas.

Las divisas son objeto de regularización mensual, 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 a cuentas de gasto. Tanto unas como otras son canceladas al final del mes siguiente.

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.

Billetes extranjeros

Se aplican los mismos criterios establecidos en el apartado anterior para las divisas.

Derechos especiales de giro

Los derechos especiales de giro y la posición neta en el Fondo Monetario Internacional se valoran al cambio de mercado de los derechos especiales de giro al cierre del ejercicio, con los mismos criterios que el resto de las divisas.

Valores

Desde el 15 de junio de 2006, el Banco de España mantiene dos carteras de valores diferenciadas: una cartera de valores de negociación y otra cartera de valores a vencimiento.

En ambos casos, los valores se contabilizan por su precio de adquisición (sujeto a pérdida de valor por deterioro del emisor, en el caso de la cartera a vencimiento), determinado por el efectivo satisfecho, deducido, en su caso, el cupón bruto devengado.

El coste de las ventas o amortizaciones se determina en función del precio medio contable del valor de que se trate. No se podrán efectuar ventas de los valores pertenecientes a la cartera a vencimiento, excepto en circunstancias excepcionales y autorizadas por la Comisión Ejecutiva.

Los valores de la cartera de negociación 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 a cuentas de gasto. Tanto unas como otras son canceladas en regularizaciones posteriores. 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.

Sobre los valores de la cartera a vencimiento no se efectúa ningún proceso periódico de valoración.

Las primas, descuentos y cupones devengados y no vencidos son objeto de la periodificación correspondiente, empleando para su cálculo la tasa interna de rendimiento de cada código-valor. Estas periodificaciones se realizan diariamente.

Las referencias efectuadas en este apartado a los precios de adquisición y de mercado, tratándose de valores en divisas, se entenderán referidas a la divisa correspondiente, traspasando estos importes a euros, según se establece en el apartado «Divisas».

Operaciones temporales con valores

Las adquisiciones temporales de valores se registran en el activo del balance como préstamos con garantía por el efectivo concedido. Los valores adquiridos bajo este tipo de acuerdo no son revalorizados ni pasan a formar parte de la cartera.

Las cesiones temporales de valores se registran en el pasivo del balance como depósitos recibidos con garantía de valores, sirviendo de contrapartida el efectivo recibido. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del Banco de España y son tratados como si siguiesen formando parte de su cartera. Los acuerdos de recompra que se refieran a valores denominados en moneda extranjera no producen efecto alguno sobre el coste medio de la posición en divisas.

En los préstamos directos de valores, la adquisición y cesión temporal efectuadas de forma simultánea se contabilizarán independientemente, registrando cada una de ellas de acuerdo con las normas de valoración expuestas en los dos párrafos anteriores.

Los préstamos automáticos de valores (contratos que facultan al depositario de los valores a prestarlos a un tercero en operaciones a un día, con determinadas limitaciones establecidas en el propio contrato) no son objeto de registro en el balance, contabilizando exclusivamente los ingresos obtenidos dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias. Las operaciones vivas a fin de año se registran en cuentas de orden.

Activos en situaciones especiales

Todos los activos sobre cuya recuperación existen dudas razonables se contabilizan en cuentas diferenciadas, dotando sobre ellos la correspondiente provisión.

Créditos a entidades financieras y saldos con bancos centrales de la Unión Europea

Se valoran por su nominal.

Créditos singulares al Estado

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, se valoran por su nominal (véanse las notas 28 al balance y 5 a la cuenta de resultados).

Acciones y participaciones

Las acciones y participaciones en instituciones nacionales y/o internacionales, incluida la participación en el Banco Central Europeo, se valoran por su precio de adquisición. La participación en la sociedad Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad *Holding* de Mercados y Sistemas Financieros, SA, se valora por su valor teórico contable.

Activos fijos materiales e inmateriales

Como criterio general, el inmovilizado se valora inicialmente por su precio de adquisición, entendiéndose por tal el importe de los desembolsos dinerarios realizados o comprometidos, incluidos los costes directamente relacionados con la ubicación del activo en el lugar y en las condiciones necesarias para que pueda operar en la forma prevista, tales como transporte, instalación, honorarios profesionales por servicios legales, impuestos no recuperables, más el valor razonable de las demás contraprestaciones entregadas.

Los descuentos comerciales y los realizados por defectos en los activos recibidos se registran como menor valor de adquisición de los mismos. Por su parte, los descuentos por pronto pago y los realizados por retrasos en el plazo de entrega pactado se contabilizan en la cuenta de resultados dentro de otros ingresos o como un menor gasto, en su caso, sin afectar al precio de adquisición del bien adquirido.

No se consideran inmovilizado aquellos activos que, aunque cumplan las condiciones para ser considerados como tales (es decir, sean activos no financieros en propiedad del Banco que se espere utilizar durante un plazo superior a 12 meses y que contribuyan directa o indirectamente al cumplimiento de los objetivos de la entidad y/o a la generación probable de ingresos en el futuro, y además sea posible una valoración fiable de su coste), no superen en general el importe de 600 euros (6.000 en el caso de edificios, construcciones e instalaciones), aunque pueden existir excepciones.

Solo se activan las ampliaciones, sustituciones, renovaciones y mejoras que superen el límite de 6.000 euros y cuando además es posible registrar la baja contable de las partes sustituidas.

Las aplicaciones informáticas desarrolladas específicamente para el Banco de España cuyo coste no supere la cantidad de 300.000 euros serán contabilizadas directamente como gastos, sin que proceda realizar la activación posterior de los mismos.

Después de su reconocimiento inicial, el inmovilizado se valora al precio de adquisición minorado por la amortización acumulada y por las eventuales pérdidas por deterioro.

El coste de adquisición de un inmovilizado, neto de su valor residual, se amortiza sistemáticamente durante su vida útil, de forma lineal, con carácter mensual y comenzando a partir del mes siguiente al de su fecha de contabilización. Con carácter general, se estima un valor re-

sidual nulo para todos los elementos amortizables del inmovilizado, salvo cuando exista un mercado profundo y líquido para activos similares del que se pueda derivar el valor residual. Los terrenos, tesoro artístico e inmovilizado en curso no se amortizan.

Los coeficientes de amortización y la vida útil estimada para los distintos elementos del inmovilizado aplicados en 2007 han sido los siguientes:

	Coeficiente de amortización (%)	Vida útil (años)
Edificios y construcciones	2	50
Obras de remodelación	4	25
Instalaciones (a)	10	10
Instalaciones de seguridad	20	5
Mobiliario y enseres	10	10
Máquinas de oficina no informáticas. Para el tratamiento de billetes y monedas	10	10
Máquinas de oficina no informáticas. Otras máquinas de oficina	20	5
Equipos para procesos de información	25	4
Elementos de transporte. Coches y motos	25	4
Elementos de transporte. Camiones y autocares	10	10
Bibliotecas	10	10
Otro inmovilizado material	20	5
Aplicaciones informáticas	20	5
Propiedad industrial	—	Número de años de uso exclusivo

a. Salvo las instalaciones de seguridad, que tendrán una vida útil de cinco años (20%).

Existe deterioro en un activo cuando su valor en libros supere al valor recuperable, en cuyo caso, y solo si se trata de importes relevantes, se reconoce una pérdida por deterioro, reduciéndose de forma simultánea el valor en libros del elemento y modificándose su base amortizable.

Billetes en circulación

El BCE y los bancos centrales nacionales (BCN) que, junto con él, forman el Eurosistema emiten billetes euro desde el 1 de enero de 2002[4]. El valor total de los billetes euro en circulación se contabiliza asignando a cada banco central del Eurosistema, el último día hábil de cada mes, un importe en función de la clave de asignación de billetes[5].

Al BCE se le ha asignado una participación del 8% del valor total de billetes euro en circulación, mientras que el 92% restante se ha asignado al conjunto de los BCN y se reparte entre ellos de acuerdo con sus respectivas claves en el capital del BCE. La parte de los billetes asignada a cada BCN se muestra en la rúbrica «Billetes en circulación» del pasivo del balance.

La diferencia entre el valor de los billetes euro asignados a cada BCN de acuerdo con la clave de asignación de billetes y el valor de los billetes euro que de hecho pone en circulación da lugar a la aparición de saldos intra-Eurosistema remunerados. Estos activos o pasivos, que devengan intereses[6], se muestran en el epígrafe «Cuentas intra-Eurosistema.—Activos/pasivos

4. Decisión del Banco Central Europeo de 6 de diciembre de 2001, sobre la emisión de billetes euro (BCE/2001/15), DOL 337, de 20.12.2001, con sus modificaciones. **5.** Se denomina «clave de asignación de billetes» a la que resulta de aplicar un 92% a la clave de participación en el Eurosistema (el 8% restante se atribuye al BCE). **6.** 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 al 2007, inclusive (BCE/2001/16), DOL 337, de 20.12.2001, con sus modificaciones.

netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema» (véase «Cuentas intra-Eurosistema» en este apartado sobre normativa contable).

Desde 2002 hasta 2007, los saldos intra-Eurosistema derivados de la asignación de billetes euro se ajustan para evitar cambios significativos en las posiciones relativas de ingresos de los BCN que inicialmente formaron parte del Eurosistema en comparación con ejercicios anteriores. Los ajustes se determinan teniendo en cuenta las diferencias entre el importe medio de billetes en circulación de cada BCN en el período 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. No obstante, la entrada de Eslovenia en el Eurosistema, el 1 de enero de 2007, supuso la aparición de un nuevo ajuste de este tipo, que afecta al período 2007-2012. Posteriormente, la entrada de Malta y Chipre en el Eurosistema, el 1 de enero de 2008, también ha supuesto la aparición de un nuevo ajuste de este tipo, que afectará al período 2008-2013.

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».

De acuerdo con la Decisión del BCE de 17 de noviembre de 2005 (BCE/2005/11), sobre la distribución entre los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes de los ingresos del BCE por billetes en euros en circulación, derivados del 8% de billetes euro que tiene asignados, estos ingresos pertenecen a los bancos centrales nacionales y su distribución tiene carácter anual[7]. Dicha Decisión establece que el Consejo de Gobierno del BCE puede decidir, no obstante, antes de final de ejercicio, que dichos ingresos se transfieran en todo o en parte a una provisión del BCE para la cobertura de riesgos de tipo de cambio e interés y de fluctuación de la cotización del oro. El Consejo de Gobierno del BCE puede decidir también, antes de final de ejercicio, que no se distribuyan en todo o en parte estos ingresos, si prevé que el BCE va a incurrir en pérdidas o que su beneficio neto anual puede ser inferior al importe del señoreaje de sus billetes euro en circulación. Finalmente, la distribución de estos ingresos puede reducirse, previa decisión del Consejo, por los costes incurridos por el BCE en la emisión y manejo de billetes euro.

Cuentas intra-Eurosistema

La participación del Banco de España en el capital del BCE, la contrapartida de las reservas transferidas a este y el saldo neto resultante de las trasferencias emitidas y recibidas por TARGET[8] 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.

En el caso de las operaciones TARGET, el saldo resultante se incluye como activo o pasivo, según corresponda, en el epígrafe «Otros activos/pasivos intra-Eurosistema (neto)». Los saldos intra-Eurosistema resultantes de la asignación de billetes euro en el Eurosistema se incluyen como activo o pasivo en el epígrafe «*Activos/pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema*», dependiendo de cuál sea su saldo neto (véase «Billetes en circulación» en este apartado sobre normativa contable).

---

7. La Decisión BCE/2002/9, de 21 de noviembre de 2002, que regulaba anteriormente esta cuestión, establecía que la distribución de estos ingresos a los bancos centrales nacionales se realizase con carácter trimestral. **8.** Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real

Reconocimiento de ingresos y gastos

Los ingresos y gastos se registran en el período en el que se devengan.

Las ganancias realizadas y las pérdidas 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 realizadas. Las pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro, no se compensan con las ganancias no realizadas en otra moneda o valor.

Las primas o descuentos en valores adquiridos se calculan y presentan como menores o mayores ingresos por intereses y se periodifican a lo largo de la vida residual de los activos, junto con los cupones que se van devengando, de acuerdo con el método de la tasa de rendimiento interno.

Plan de Pensiones

El Plan de Pensiones se encuadra entre los denominados de empleo, en la categoría de aportación definida. El Fondo, por su parte, es de carácter externo y tipo cerrado. Las contribuciones que realiza el Banco de España por los empleados que, incorporados al mismo con posterioridad al 1.2.1986, forman parte del Plan y tienen derecho a ello están establecidas en el 7,5% del denominado sueldo regulador, compuesto por los conceptos salariales fijados en el Reglamento del Plan, imputándose las cantidades aportadas por el Banco como un gasto corriente del ejercicio al que corresponden.

Posiciones registradas fuera de balance[9]

La posición a plazo en moneda extranjera, formada por las operaciones a plazo en divisas y por la parte a plazo de las operaciones *swaps* de divisas, se incluye en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio.

Con carácter general, las pérdidas y ganancias derivadas de posiciones registradas fuera de balance son registradas y tratadas de forma similar a las pérdidas y ganancias de activos y pasivos del balance. En concreto, y en aplicación del criterio económico, las pérdidas y ganancias derivadas de las posiciones mantenidas en futuros de tipos de interés se consideran realizadas en el momento en que se produce la liquidación diaria por diferencia. En el caso de futuros denominados en moneda extranjera, las citadas liquidaciones afectarán a la posición en divisas en el día en que se produzcan.

Acontecimientos posteriores al cierre del balance

Los activos y pasivos se ajustan para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno formula los estados financieros, si tales acontecimientos afectan de forma significativa a la situación de aquellos.

---

9. 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.

Otras cuestiones

Teniendo en cuenta la naturaleza del Banco de España, se considera que la publicación de un estado de flujos de tesorería no proporcionaría información adicional relevante a los destinatarios de los estados financieros.

3.2 Notas explicativas al balance

1 ORO Y DERECHOS EN ORO

Las tenencias de oro a cierre del ejercicio se elevan a 5.144,72 millones de euros, equivalentes a 9,054 millones de onzas troy[10] de oro fino, valoradas a 568,24 euros por onza. El valor de dichas tenencias es inferior en 1.322,66 millones de euros al de 2006, como consecuencia de las ventas realizadas a lo largo del ejercicio (4,345 millones de onzas troy) en el marco del Acuerdo del oro entre bancos centrales, de 8 de marzo de 2004, compensado parcialmente por el aumento del precio de mercado (al cierre de 2006, la onza cotizaba a 482,69 euros).

2 ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—ACTIVOS FRENTE AL FMI

Este epígrafe está integrado por tres componentes:

a La posición en el Fondo Monetario Internacional (FMI) en el tramo de reservas. Representa el contravalor en euros de los DEG correspondientes a las divisas cedidas al FMI, bien por la participación inicial de España en dicho organismo y por las sucesivas ampliaciones de la misma, bien por la financiación neta otorgada al FMI. En 2007 no tuvo lugar ninguna modificación en la cuota de España en el FMI, que se mantuvo en 3.048,90 millones de DEG.

b Los derechos especiales de giro (por asignaciones). Representan el contravalor en euros de las sucesivas asignaciones de dicha divisa realizadas por parte del FMI. Las variaciones sobre las asignaciones se deben, especialmente, a operaciones de acuerdos de préstamos a terceros países, y al cobro o pago de intereses por las posiciones que se mantienen frente al FMI.

c Otros activos frente al FMI. Refleja el importe que el Banco de España ha cedido al FMI como contribución al Servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza. A través de este fondo se financian préstamos a bajo interés para los países más pobres. El Banco de España mantiene un compromiso de contribuir a dicho Servicio hasta un importe de 425 millones de DEG.

Su composición en ambos ejercicios es la siguiente:

En millones de euros

Tipo de activo	2007	2006	Variación
Posición en el tramo de reservas	217,00	302,75	-85,75
Derechos especiales de giro (por asignaciones)	250,74	254,20	-3,46
Otros activos frente al FMI	121,91	117,38	4,52
TOTAL	589,64	674,33	-84,69

En conjunto, el valor de los activos frente al FMI disminuyó en 84,69 millones de euros respecto a su saldo a final de 2006. La disminución se produce básicamente en la cuenta de la posición en el tramo reservas, por las devoluciones netas efectuadas al Banco de España por el FMI correspondientes a préstamos concedidos a terceros países (Turquía, Rumanía, Sri Lanka, Ucrania y Bosnia-Herzegovina) que han satisfecho sus obligaciones. De la mencionada disminución, 47,57 millones de euros se deben a reducción neta de los importes en divisas, y el resto (37,11 millones), a la variación registrada entre los dos ejercicios en los tipos de cambio de mercado.

10. 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€ = 0,931099 DEG. Los DEG se definen en términos de una cesta de monedas. Su valor se determina como la suma ponderada de los tipos de cambio de las cuatro divisas más importantes: dólar USA, euro, yen japonés y libra esterlina. El tipo de interés, que se actualiza semanalmente, se ha mantenido entre el 3,38% y el 4,38% durante el ejercicio.

3 ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—DEPÓSITOS, VALORES, PRÉSTAMOS Y OTROS ACTIVOS EXTERIORES

Se recogen en este epígrafe los depósitos, los valores de renta fija de la cartera de negociación y otros activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro. Su importe total a 31.12.2007 se eleva a 3.159,78 millones de euros, con el detalle que figura en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Tipo de activo	2007	2006	Variación
Depósitos	492,29	873,17	-380,88
Valores (a)	2.667,19	2.306,77	360,41
Otros	0,31	1,35	-1,04
TOTAL	3.159,78	3.181,29	-21,51

a. A 31 de diciembre de 2007, parte de la cartera de valores en dólares, por un valor de mercado de 1.986,41 millones de dólares USA, se encontraba cedida temporalmente a través de contratos de préstamos automáticos de valores con los depositarios de estos valores.

A 31 de diciembre de 2007, el 99,78% de estos activos estaba denominado en dólares USA. El contravalor en euros de estos dólares se ha trasladado al balance al cambio de mercado de cierre del ejercicio (1 € = 1,4721 $ USA).

El descenso del saldo de este epígrafe (21,51 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	-33,65
Por la regularización a cambios de mercado a 31 de diciembre	-20,50
Por la regularización a precio de mercado a 31 de diciembre	37,84
Por los intereses a cobrar no vencidos	-5,01
Otros	-0,20
TOTAL	-21,51

La principal causa de la disminución de este epígrafe ha sido la reducción del saldo mantenido en depósitos a plazo en dólares USA, compensado parcialmente por el aumento de los valores de la cartera de negociación.

4 ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Esta rúbrica del balance puede incluir cuentas corrientes, depósitos y valores. A 31.12.2007, se mantenían depósitos en instituciones financieras monetarias por importe de 747,23 millones de euros. El saldo a fin de año recoge, asimismo, el activo surgido de las compras temporales con compromiso de reventa realizadas con las entidades de crédito del Eurosistema, por 1.831,87 millones de euros, en relación con la operación «US dollar Term Auction Facility» en dólares. Bajo este programa, la Reserva Federal proporcionó 20.000 millones de dólares al BCE, mediante un acuerdo de divisas recíproco de carácter temporal (línea *swap),* con el ob-

jeto de ofrecer dólares USA a corto plazo a las entidades de crédito del Eurosistema. Simultáneamente, el BCE realizó *swaps* con los bancos centrales nacionales del Eurosistema, que utilizaron esos fondos para hacer frente a las necesidades de liquidez en dólares de las entidades del Eurosistema. Estos *swaps* originan unos saldos intra-Eurosistema no remunerados entre el BCE y los bancos centrales registrados en el epígrafe «Otros activos con el Eurosistema (neto)».

5 ACTIVOS EN EUROS FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—DEPÓSITOS, VALORES Y PRÉSTAMOS

Recoge el saldo de cuentas corrientes a la vista en corresponsales y los valores de la cartera de negociación denominados en euros. Del importe de este epígrafe (594,29 millones de euros), la casi totalidad (593,73 millones) corresponde a valores de renta fija emitidos en euros por organismos internacionales (Banco Europeo de Inversiones y Banco de Pagos Internacionales), que experimentaron, no obstante, una disminución de 318,45 millones respecto a su saldo a 31.12.2006, como se refleja en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Tipo de activo	2007	2006	Variación
Depósitos	0,56	0,60	-0,04
Valores de renta fija cotizados	593,73	912,18	-318,45
Préstamos	0,00	0,00	0,00
TOTAL	594,29	912,78	-318,49

6 PRÉSTAMOS EN EUROS CONCEDIDOS A ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO EN RELACIÓN CON OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Esta rúbrica recoge el importe de los préstamos concedidos a entidades de crédito de la zona del euro y a través de los que se ejecuta la política monetaria. Su detalle, por tipo de operación, se refleja en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Tipo de operación	2007	2006	Variación
Operaciones principales de financiación	57.247,89	18.695,60	38.552,29
Operaciones de financiación a más largo plazo	14.123,44	3.169,93	10.953,51
Operaciones temporales de ajuste	—	—	—
Operaciones temporales estructurales	—	—	—
Facilidad marginal de crédito	—	—	—
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	2,18	0,29	1,90
TOTAL	71.373,51	21.865,81	49.507,69

Durante el segundo semestre del año, y en el contexto de las tensiones en el mercado monetario de la zona del euro, el BCE realizó operaciones de inyección de liquidez con diferentes vencimientos, con objeto de satisfacer las demandas adicionales de liquidez y mantener los tipos de interés a muy corto plazo en un nivel cercano al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación.

El saldo de esta rúbrica a 31 de diciembre de 2007 es superior en un 226,42% al de 2006. No obstante, el saldo medio diario de la financiación otorgada a lo largo del año solo aumentó en un 8,47% (25.943,00 millones en 2007, frente a 23.916,45 millones en 2006).

El 70,41% del saldo medio anual de la financiación se otorgó a través de «Operaciones principales de financiación», y otro 29,46% se concedió mediante «Operaciones de financiación a

más largo plazo». A través del resto de instrumentos únicamente se financió el 0,12% de dicho saldo medio.

a. Operaciones principales de financiación

Estas operaciones desempeñan un papel crucial en la consecución de los objetivos de control de los tipos de interés, gestión de liquidez en el mercado y señalización de la orientación de política monetaria. Se ejecutan mediante operaciones temporales de inyección de liquidez, con frecuencia semanal y vencimiento a una semana, a través de subastas estándar.

El saldo de este epígrafe a 31.12.2007 era de 57.247,89 millones de euros, habiendo aumentado respecto al 31.12.2006 en 38.552,29 millones, por los motivos comentados anteriormente y que, asimismo, ha supuesto una disminución muy importante de la financiación exterior solicitada por estas entidades, reflejada en la posición intra-Eurosistema procedente de operaciones TARGET (véase nota 23).

b. Operaciones de financiación a más largo plazo

Estas operaciones tienen como objetivo proporcionar financiación adicional a más largo plazo a las entidades de contrapartida. 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.

El saldo de este epígrafe a 31.12.2007 era de 14.123,44 millones de euros, habiendo aumentado en relación con el año anterior en 10.953,51 millones de euros.

Este incremento, que ha tenido lugar en el segundo semestre del ejercicio, es consecuencia de las medidas tomadas en el seno del Eurosistema encaminadas a normalizar el funcionamiento del mercado monetario del euro, en la línea de lo mencionado en párrafos anteriores. Estas medidas se instrumentaron, en parte, a través de este tipo de operaciones, que proporcionaron inyecciones suplementarias de liquidez.

c. Operaciones temporales de ajuste

Estas operaciones tienen por objeto suavizar los efectos causados por fluctuaciones inesperadas en el mercado sobre los tipos de interés. Dada su naturaleza, su frecuencia no está estandarizada.

Su saldo a fin de año era cero, igual que el año anterior, aunque a lo largo del ejercicio se han producido siete operaciones temporales de ajuste de inyección de liquidez en el Eurosistema, obteniendo financiación las entidades de crédito españolas en seis de ellas.

d. Operaciones temporales estructurales

El Eurosistema también 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.

A fin de año su saldo era cero, igual que el año anterior, no habiendo tenido lugar ninguna operación estructural a lo largo del ejercicio.

e. Facilidad marginal de crédito

Las entidades de contrapartida pueden utilizar la facilidad marginal de crédito para obtener liquidez a un día de su banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, contra activos de garantía. Dicho tipo de interés está penalizado respecto al tipo de intervención establecido en las subastas semanales u operaciones principales de financiación.

Al cierre del ejercicio 2007 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 nota 17), y, si el valor de mercado de los activos de garantía, tras su revaluación, supera el importe de la financiación obtenida del banco central nacional más el margen de variación de la garantía, la entidad de contrapartida podrá retirar activos de garantía por un importe equivalente a dicho exceso (o recibir un abono en efectivo en su cuenta por el importe de esta diferencia).

En aquellos bancos centrales nacionales que realizan el ajuste de los márgenes de garantía mediante cargos y abonos en las cuentas de las entidades de crédito, como es el caso del Banco de España, dichos apuntes contables son contrapartida de las cuentas de activo o pasivo que recogen la variación de dichos márgenes. Estas cuentas de balance se remuneran al tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación.

A 31.12.2007 presentaba un saldo de 2,18 millones de euros, con un incremento de 1,90 millones en relación con el año anterior.

7 OTROS ACTIVOS EN EUROS FRENTE A ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

En esta rúbrica se incluyen los activos frente a las entidades de crédito no relacionados con la gestión de la política monetaria. Su saldo a 31.12.2007 (1,91 millones de euros) recoge el importe de las cuentas corrientes de corresponsalía mantenidas con entidades de crédito, habiendo disminuido en 0,06 millones respecto a 2006.

8 VALORES EMITIDOS EN EUROS POR RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Recoge el importe de aquella parte de la cartera de negociación del Banco que está constituida por valores de renta fija denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro, y cuyo detalle es el siguiente:

En millones de euros

Valores	2007	2006	Variación
DOMÉSTICOS	5.910,94	7.353,26	-1.442,31
Emitidos por Administraciones Públicas	4.908,76	6.240,97	-1.332,21
Emitidos por instituciones financieras	1.002,18	1.112,29	-110,11
NO DOMÉSTICOS	23.430,43	22.042,81	1.387,62
Emitidos por Administraciones Públicas	21.594,48	19.500,30	2.094,18
Emitidos por instituciones financieras	1.835,96	2.542,51	-706,56
TOTAL	29.341,38	29.396,07	-54,69

El saldo de esta rúbrica a 31.12.2007 es de 29.341,38 millones de euros[11], de los que el 79,9% corresponde a valores no domésticos, y el resto (20,1%), a valores domésticos. De los primeros, el 92,2% está emitido por Administraciones Públicas, y el 7,8%, por instituciones financieras.

11. A 31 de diciembre de 2007, parte de la cartera de valores en euros, por un valor de mercado de 252,88 millones de euros, se encontraba cedida temporalmente a través de préstamos automáticos de valores firmados con los depositarios de estos valores.

El conjunto de estos valores experimentó una disminución de 54,69 millones de euros en 2007. En concreto, la cartera de renta fija de deuda pública española disminuyó en 1.332,21 millones, y los valores emitidos por instituciones financieras monetarias, en 816,66 millones, mientras que los valores emitidos por Administraciones Públicas no españolas aumentaron en 2.094,18 millones.

En concreto, las variaciones se deben a las causas que se señalan en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Causas de la variación	Importe
Ventas netas de valores	-468,56
Plusvalías latentes netas a fin de año	6,91
Intereses implícitos devengados	406,96
TOTAL	-54,69

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. Inicialmente estaba prevista su amortización por su valor nominal, en un plazo de veinticinco años, mediante amortización lineal anual a partir del año 1999, inclusive. No obstante, el 26 de marzo de 2007 se firmó un acuerdo con la Administración General del Estado, representada por la Directora General del Tesoro y Política Financiera, por delegación del ministro de Economía y Hacienda, por el que se acordó acelerar el calendario de amortización de estos créditos, de forma que queden vencidos en su totalidad, a más tardar, en el año 2015, pudiendo el Tesoro solicitar la amortización anticipada de una parte o de la totalidad de aquellos, abonando entonces el efectivo correspondiente a su valor de mercado.

A tenor de dicho acuerdo, en 2007 se pagaron dos cuotas del crédito de la Ley 3/1983 (la correspondiente al año en curso más la última viva del calendario de amortización original), y las cuotas de los otros dos créditos correspondientes al año en curso.

El saldo nominal vivo a 31 de diciembre del año 2007 de los créditos otorgados al Estado asciende a 5.832,38 millones de euros, según el siguiente detalle:

En millones de euros

	2007	2006	Variación
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 3/1983	1.562,01	1.757,26	-195,25
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 4/1990	3.821,39	4.168,78	-347,40
Tesoro Público. Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales	448,99	489,80	-40,82
TOTAL	5.832,38	6.415,85	-583,47

La variación experimentada se debe exclusivamente a las cuotas de amortización anual de los citados créditos, de acuerdo con lo establecido anteriormente, cuyas cuantías quedan reflejadas en el cuadro anterior.

b. Seguridad Social

Este epígrafe, sin saldo a fin de ejercicio, recogía el 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.

En el año 2007, en cumplimiento de lo establecido en la disposición adicional 3.ª de la Ley 4/2007, de 3 de abril, la Dirección General de la Tesorería General de la Seguridad Social acordó con el Banco de España la cancelación total de dicho crédito, cuyo saldo a 31.12.2006 ascendía a 1.000,47 millones de euros y fue reembolsado por el valor actual de la deuda en el momento del pago (véase nota 5 de la cuenta de resultados).

10 CUENTAS INTRA-EUROSISTEMA

Esta rúbrica recoge los importes correspondientes a los epígrafes que figuran a continuación:

En millones de euros

Tipo de activo	2007	2006	Variación
Participación en el capital del BCE	437,71	432,70	5,01
Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE	4.349,18	4.326,98	22,20
Activos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema	0,00	0,00	0,00
Otros activos intra-Eurosistema (neto)	0,00	25.075,06	-25.075,06
TOTAL	4.786,88	29.834,73	-25.047,85

a. Participación en el capital del BCE

A 31 de diciembre de 2007, el total de este epígrafe asciendía a 437,71 millones de euros. Este importe total se divide en dos componentes: participación en el capital y participación en el patrimonio neto, excluido el capital. Por lo que se refiere al primero de los componentes, el capital suscrito y desembolsado por el Banco de España asciende a 434,92 millones de euros, equivalentes al 7,5498% de aquel. Dicho porcentaje es el que corresponde al Banco de España, de acuerdo con la clave de participación establecida a partir de los datos de la Comisión Europea y fijada en función de la población y el producto nacional bruto de nuestro país, en relación con los del conjunto de los países del SEBC. Por lo que se refiere al segundo componente, participación en el patrimonio neto del BCE —excluido capital—, su importe a dicha fecha asciende a 2,79 millones de euros, importe del coste pagado con motivo de los ajustes efectuados en la clave de participación en el capital del BCE.

De acuerdo con el artículo 28 de los Estatutos del SEBC, los bancos centrales del SEBC son los únicos suscriptores del capital del BCE. Las suscripciones dependen de las cuotas de participación, que se fijan de conformidad con el artículo 29 de los Estatutos del SEBC, y deben ser ajustadas cada cinco años o cuando tiene lugar la incorporación de nuevos miembros a la Unión Europea y, por tanto, su BCN entre a formar parte del SEBC. El 1 de enero de 2007 se ha producido un nuevo cambio en la clave de capital del BCE, como resultado de este último motivo (Bulgaria y Rumanía se integran en el 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 2007 mediante transferencias entre ellos.

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 entre a formar parte del SEBC. Dicho aumento se calcula multiplicando el importe existente del capital suscrito (en este caso, 5.565 millones de euros) por la proporción entre el peso de los BCN que se incorporan 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 enero de 2007 el capital suscrito del BCE se incrementó hasta 5.761 millones de euros. Como consecuencia de ello, el 1 de enero de 2007, la participación del Banco de España en el nuevo capital suscrito del BCE —5.761 millones de euros— disminuyó del 7,7758% al 7,5498%, y el epígrafe del activo 9.1 «Participación en el capital del BCE» pasó de 432,70 millones de euros a 434,92 millones de euros.

Asimismo, como resultado de los cambios en la clave de capital anteriormente citados, también se modificó la participación relativa de los BCN en los beneficios netos acumulados del BCE —patrimonio neto (excluido capital)— a 31 de diciembre de 2006, que se recoge también en este epígrafe por el importe del coste de los ajustes.

b. Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE

Representan la deuda del BCE con el Banco de España por la transferencia a aquel de activos exteriores de reserva. 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 operaciones principales de financiación del Eurosistema, ajustado para reflejar una remuneración nula para el componente de oro. Su saldo a fin de ejercicio asciende a 4.349,18 millones de euros, habiendo aumentado en 22,20 millones respecto del ejercicio anterior.

La causa de esta variación es que los ajustes de la clave de capital y los cambios resultantes en las participaciones de los BCN en el capital suscrito del BCE han hecho necesario también ajustar los activos con los que el BCE acreditó a los BCN por sus aportaciones de activos de reserva exteriores al mismo. Pese a la reducción experimentada por la clave de capital del Banco de España, su activo contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE (epígrafe del activo 9.2) ha aumentado, en enero de 2007, en 22,20 millones de euros respecto a diciembre de 2006, hasta la mencionada cifra de 4.349,18 millones de euros, como resultado del aumento del peso relativo del Banco de España en el capital del BCE en comparación con los demás bancos centrales que participan en el euro y, consecuentemente, en el de las reservas que corresponde transferir a cada BCN.

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 cuerdo con las normas del Eurosistema.

d. Otros activos intra-Eurosistema (neto)

Al ser acreedor el saldo neto de las cuentas que forman este epígrafe, esta información se presenta en el pasivo del balance, de acuerdo con las normas del Eurosistema.

11 INMOVILIZADO MATERIAL E INMATERIAL

El saldo de este epígrafe ascendía, al cierre del ejercicio, a 229,93 millones de euros, de los que 505,36 millones correspondían a su coste y 275,43 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

	2007	2006	Variación
INMOVILIZADO MATERIAL	429,56	384,63	44,93
Terrenos y solares	5,35	4,52	0,84
Edificios, construcciones y obras de remodelación	99,28	78,78	20,50
Instalaciones	137,70	124,00	13,71
Mobiliario y enseres	33,24	30,76	2,48
Máquinas de oficina no informáticas	43,10	42,87	0,23
Equipos para procesos de información	51,20	45,13	6,07
Elementos de transporte	9,06	8,81	0,24
Bibliotecas	9,23	8,67	0,56
Otro inmovilizado material	3,26	3,21	0,05
Tesoro artístico	38,14	37,88	0,26
INMOVILIZADO INMATERIAL	40,18	34,63	5,56
Aplicaciones informáticas	40,13	34,57	5,55
Propiedad industrial	0,06	0,05	0,00
INMOVILIZADO EN CURSO	35,62	51,21	-15,59
Edificios, instalaciones y otras construcciones en curso	30,91	48,77	-17,86
Aplicaciones informáticas en curso	4,31	1,74	2,57
Otro inmovilizado en curso	0,40	0,70	-0,30
TOTAL	505,36	470,47	34,90

En millones de euros

Amortización acumulada	2007	2006	Variación
INMOVILIZADO MATERIAL	-247,11	-234,84	-12,26
Edificios, construcciones y obras de remodelación	-28,24	-26,52	-1,71
Instalaciones	-109,87	-106,77	-3,10
Mobiliario y enseres	-20,24	-18,92	-1,32
Máquinas de oficina no informáticas	-36,30	-35,17	-1,12
Equipos para procesos de información	-37,80	-34,46	-3,34
Elementos de transporte	-5,28	-4,31	-0,96
Bibliotecas	-6,59	-6,11	-0,48
Otro inmovilizado material	-2,79	-2,56	-0,22
INMOVILIZADO INMATERIAL	-28,32	-24,90	-3,42
Aplicaciones informáticas	-28,27	-24,86	-3,41
Propiedad industrial	-0,05	-0,04	-0,01
TOTAL	-275,43	-259,74	-15,68

El incremento del inmovilizado durante el año 2007 se ha debido, fundamentalmente, al traspaso de partidas significativas del inmovilizado en curso en «Edificios, construcciones y obras de remodelación» e «Instalaciones», correspondientes a la construcción del edificio de cierre de la sede central del Banco de España en Madrid, así como a nuevas inversiones en instalaciones de seguridad, tanto en la sede central como en sucursales. También cabe destacar el incremento de las inversiones en equipos para procesos de información y en el desarrollo de determinadas aplicaciones informáticas en curso.

12 OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

El saldo de este epígrafe a fin de ejercicio, 48.535,13 millones de euros, recoge la cartera a vencimiento del Banco de España y otras inversiones financieras.

Con objeto de asegurar unos rendimientos estables a lo largo del ciclo, la Comisión Ejecutiva, en su sesión del 15 de junio de 2006, autorizó la creación de una cartera a vencimiento. Dicha cartera, que se valora al coste amortizado, permite conseguir mayor estabilidad en los beneficios anuales, al no estar sujeta al registro anual de plusvalías y minusvalías latentes.

La cartera a vencimiento del Banco de España presenta los siguientes saldos a fin de los ejercicios 2006 y 2007:

En millones de euros

Valores de la cartera a vencimiento	2007	2006	Variación
EN MONEDA EXTRANJERA	3.749,03	4.164,92	-415,89
Emitidos por no residentes en la zona del euro	3.749,03	4.164,92	-415,89
Emitidos por residentes en la zona del euro	0,00	0,00	0,00
EN EUROS	44.734,71	29.878,21	14.856,50
Emitidos por no residentes en la zona del euro	4.379,57	3.702,55	677,02
Emitidos por residentes en la zona del euro	40.355,14	26.175,65	14.179,48
TOTAL	48.483,74	34.043,12	14.440,61

La variación experimentada por este epígrafe (14.440,61 millones) ha sido consecuencia, fundamentalmente, de la mayor inversión en valores en euros emitidos por residentes en la zona del euro, en este tipo de cartera.

En este epígrafe se incluyen, además, otras inversiones financieras por importe de 51,39 millones, que corresponden fundamentalmente a la participación del Banco de España en el Banco de Pagos Internacionales y en la Sociedad Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad *Holding* de Mercados y Sistemas Financieros, SA. El incremento de estos activos financieros en 3,75 millones de euros se debe al aumento del valor teórico de las acciones de la mencionada sociedad.

13 DIFERENCIAS POR VALORACIÓN DE PARTIDAS DE FUERA DE BALANCE

Recoge el importe de la posición neta por operaciones a plazo y *swaps* con divisas, valorada a los tipos de cambio vigentes a fin de ejercicio. Cuando dicha posición es acreedora, se registra bajo el mismo título en el epígrafe «12.1» del pasivo. Su saldo al final del presente ejercicio, 103,38 millones, es el valor neto de las operaciones *swaps* vivas en ese momento. Incluye los *swaps* vivos con el BCE en el marco del programa «Term Auction Facility» en dólares con la Reserva Federal.

14 CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL ACTIVO Y GASTOS ANTICIPADOS

Los componentes principales de este epígrafe, cuyo saldo asciende a 1.795,09 millones de euros, son los que se recogen en el cuadro siguiente:

En millones de euros

	2007	2006	Variación
INTERESES DEVENGADOS EN LA ADQUISICIÓN DE VALORES E INTERESES A COBRAR NO VENCIDOS PROCEDENTES DE VALORES	1.455,54	1.225,33	230,21
Cartera de negociación	486,21	560,28	-74,07
Denominados en moneda extranjera	*22,86*	*20,59*	*2,26*
Denominados en euros	*463,35*	*539,69*	*-76,34*
Cartera a vencimiento	969,33	665,05	304,28
Denominados en moneda extranjera	*33,12*	*34,68*	*-1,56*
Denominados en euros	*936,21*	*630,37*	*305,83*
OTROS INTERESES A COBRAR NO VENCIDOS	323,00	270,98	52,02
De operaciones a plazo en divisas	0,00	0,00	0,00
De operaciones *swaps*	0,00	0,00	0,00
De depósitos y otros activos en moneda extranjera	28,12	70,48	-42,37
Del activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE	147,34	105,00	42,35
De otras cuentas intra-Eurosistema, por operaciones TARGET	1,19	69,57	-68,38
De préstamos con garantía de valores	101,69	17,25	84,43
Otros	44,66	8,68	35,98
COMISIONES A COBRAR NO VENCIDAS Y GASTOS ANTICIPADOS	12,28	12,28	0,00
DIVIDENDOS DEVENGADOS Y NO COBRADOS	4,26	2,67	1,60
TOTAL	1.795,09	1.511,27	283,82

Como se observa en el cuadro anterior, las partidas más significativas corresponden a los intereses devengados en la adquisición de valores e intereses a cobrar no vencidos procedentes de valores denominados en euros de las carteras de negociación (463,35 millones) y a vencimiento (936,21 millones).

15 OTROS ACTIVOS. DIVERSOS

Los componentes más significativos de este epígrafe, cuyo importe total se eleva a 1.160,59 millones de euros, son el ingreso efectuado al Tesoro Público, el 2 de noviembre de 2007, de 981,21 millones de euros, equivalente al 70% de los beneficios acumulados por el Banco hasta el 30 de septiembre de 2007, que experimentó un aumento de 286,14 millones con relación al equivalente del ejercicio anterior, y los préstamos para vivienda y anticipos concedidos a los empleados del Banco, cuyo saldo asciende a 167,05 millones, que aumentaron en 9,34 millones de euros.

16 BILLETES EN CIRCULACIÓN

El saldo de billetes en circulación (67.612,95 millones de euros) representa la participación del Banco de España en el total de billetes euro en circulación (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable), de acuerdo con la clave de asignación de billetes euro en el Eurosistema (el 9,9925%[12] del total de los emitidos por todos los bancos centrales), una

12. Tras la incorporación de Chipre y Malta al Eurosistema, el 1 de enero de 2008, la clave de asignación de billetes es del 9,9660%.

vez deducidos los que corresponden al BCE, el 8% del total. Dicho saldo ha experimentado un incremento de 4.748,12 millones de euros respecto del año anterior por el mayor volumen de billetes euro en circulación en el Eurosistema.

17 DEPÓSITOS EN EUROS MANTENIDOS POR ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO EN RELACIÓN CON OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

El saldo del conjunto de los diferentes tipos de depósitos que mantienen las entidades de crédito en el Banco de España ascendía a 52.320,79 millones de euros al cierre del ejercicio de 2007, experimentando un aumento respecto al ejercicio anterior de 31.762,02 millones. Este importante aumento ha tenido lugar, fundamentalmente, en el epígrafe de cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas) y en los depósitos a plazo.

Su desglose se refleja en el siguiente cuadro:

En millones de euros

Tipo de pasivo	2007	2006	Variación
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	38.327,45	20.558,13	17.769,32
Facilidad de depósito	215,00	0,00	215,00
Depósitos a plazo	13.775,00	0,00	13.775,00
Operaciones temporales de ajuste	0,00	0,00	0,00
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	3,34	0,64	2,70
TOTAL	52.320,79	20.558,76	31.762,02

El primer componente, 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 obligadas en relación con la instrumentación de la política monetaria, ha experimentado un incremento de 17.769,32 millones, en el contexto de las tensiones a fin de año en los mercados monetarios. No obstante, si lo que se analiza es el saldo medio de estas cuentas, el aumento ha sido significativamente menor, pasando de 17.224,09 millones en 2006 a 20.355,55 millones en 2007.

Por lo que respecta a los depósitos a plazo fijo, su saldo a 31 de diciembre ascendía a 13.775 millones, habiendo mostrado saldos elevados en los últimos días del ejercicio, relacionados con la decisión del BCE de llevar a cabo operaciones de absorción de liquidez con objeto de mantener los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo en un nivel cercano al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Se trata, pues, de operaciones de ajuste instrumentadas mediante depósitos. Las entidades españolas participaron en estos drenajes de liquidez en catorce de las diecisiete operaciones que realizó el Eurosistema en 2007. A fin del ejercicio anterior no presentaba saldo.

El resto de los epígrafes incluidos en esta rúbrica recogen los depósitos constituidos bajo las modalidades de facilidad de depósito, operaciones temporales de ajuste y depósitos relacionados con los márgenes de garantía. A 31.12.2007, las entidades mantenían saldos relacionados con la facilidad de depósito por importe de 215 millones (sin saldo a fin de 2006), mientras que los relativos a los ajustes de los márgenes de garantía alcanzaban los 3,34 millones (0,64 millones en 2006).

18 DEPÓSITOS EN EUROS DE OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Se recogen en este epígrafe los depósitos que mantienen las Administraciones Públicas en el Banco de España. Su saldo vivo al cierre del ejercicio era de 18.030,35 millones de euros, con el siguiente detalle:

En millones de euros

	2007		2006		Variación
Administración Central (Estado)		4.193,50		4.388,29	-194,79
Tesoro Público. Cuenta corriente	*164,79*		*99,74*		
Otras administraciones de la Administración Central del Estado y similares	*4.028,71*		*4.288,55*		
Administraciones Territoriales		653,36		165,22	488,15
Comunidades Autónomas, organismos administrativos y similares	*648,41*		*160,34*		
Administración Local	*4,95*		*4,87*		
Administraciones de Seguridad Social		13.183,49		10.503,96	2.679,53
Del Sistema de Seguridad Social	*11.215,36*		*9.465,53*		
Otras	*1.968,14*		*1.038,43*		
TOTAL		18.030,35		15.057,47	2.972,88

El aumento de este epígrafe (2.972,88 millones de euros) se debió, fundamentalmente, al incremento de los saldos mantenidos por Administraciones de Seguridad Social y, en menor medida, por Administraciones Territoriales, al tiempo que los saldos de otras administraciones de la Administración Central del Estado distintas del Tesoro Público disminuyeron ligeramente.

19 DEPÓSITOS EN EUROS DE OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—OTROS PASIVOS

Recoge las cuentas corrientes de otras instituciones financieras que no son entidades de crédito, tales como los Fondos de Garantía de Depósitos, otros intermediarios financieros relacionados con la liquidación de los mercados de valores, otros intermediarios en el mercado de deuda anotada, etc., así como las cuentas corrientes de Organismos Públicos y Autónomos no administrativos del Estado, las cuentas corrientes de empleados y pensionistas, y otras cuentas de personas jurídicas clasificadas dentro de «Otros sectores residentes no financieros».

Su saldo, al cierre del ejercicio de 2007, era de 2.325,25 millones de euros, y su disminución de 120,37 millones de euros respecto al cierre de 2006 se debió, fundamentalmente, al descenso de los saldos de las cuentas corrientes de Organismos Públicos del Estado (–147,27 millones de euros).

20 PASIVOS EN EUROS CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Recoge esencialmente los saldos de las cuentas de tesorería abiertas a países, bancos centrales y autoridades monetarias no pertenecientes al Eurosistema y a organismos internacionales a los que se prestan servicios de gestión de reservas, así como las cuentas en euros mantenidas por organismos internacionales y bancos centrales no pertenecientes a la Unión Monetaria. Su saldo, 157,98 millones de euros, experimentó un incremento respecto del ejercicio anterior de 31,38 millones, debido, fundamentalmente, al aumento de la actividad de gestión de reservas por cuenta de terceros.

21 PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—DEPÓSITOS Y OTROS PASIVOS

Recoge, fundamentalmente, los saldos mantenidos en moneda extranjera por los bancos centrales de fuera de la zona del euro, cuyo saldo ascendía a 33,97 millones de euros al cierre del ejercicio (119,18 millones menos que a fin de 2006). También se recogen en este epígrafe las operaciones de venta de valores con pacto de recompra, que al cierre de este ejercicio presentan un saldo de 83,07 millones (a 31.12.2006 no tenía saldo). En conjunto, el importe del total de este epígrafe ha disminuido en 37,11 millones de euros.

22 CONTRAPARTIDA DE LOS DERECHOS ESPECIALES DE GIRO ASIGNADOS POR EL FMI

Con un importe de 320,92 millones de euros, recoge la equivalencia de los DEG asignados a España por el FMI. El importe total de esta rúbrica ha experimentado una disminución de 20,20 millones de euros respecto del año anterior, debido a la variación en el tipo de cambio.

23 CUENTAS INTRA-EUROSISTEMA

Esta rúbrica, que a 31.12.2007 presenta un saldo de 21.141,50 millones de euros, se compone de los dos epígrafes que se citan a continuación:

a. Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema

Este epígrafe, cuyo saldo a fin de ejercicio asciende a 17.903,61 millones de euros, incluye los activos y pasivos del Banco de España frente al Eurosistema relacionados con la asignación de billetes euro (véase «Billetes en circulación» y «Cuentas intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable).

Su disminución respecto a 2006 (6.210,26 millones) se explica por la disminución de los billetes puestos en circulación por el Banco de España durante 2007, que han pasado de 86.978,71 a 31.12.2006 a 85.516,56 a fin de 2007 (–1,7%), en contraposición al incremento registrado en el conjunto del Eurosistema (7,7%), lo que ha dado lugar a la mencionada disminución en el saldo de estas cuentas.

b. Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)

Su saldo a 31.12.2007, 3.237,89 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 los ingresos por señoreaje correspondientes a los billetes euro emitidos por el BCE.

Con respecto al primer componente, y por primera vez desde el inicio del Eurosistema, el saldo al cierre del ejercicio de las transferencias realizadas a través de TARGET es acreedor, ascendiendo a 3.275,18 millones, mientras que las cuentas de corresponsalía presentaban un saldo deudor igual a 0,04 millones. 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 del Banco de España frente al BCE se calcula en base diaria y aplicando el tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación del SEBC.

El segundo componente, posición frente al BCE por la aportación y asignación anual de los ingresos monetarios entre los bancos centrales nacionales del Eurosistema, refleja un saldo deudor de 37,25 millones de euros a fin de ejercicio.

Finalmente, por lo que se refiere a la posición frente al BCE relacionada con el reparto de los ingresos correspondientes al señoreaje de los billetes euro emitidos por los BCN en nombre del BCE, tras la aprobación de la Decisión del Banco Central Europeo de 17 de noviembre de 2005, sobre la distribución entre los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes de los ingresos del Banco Central Europeo por billetes en euros en circulación

(BCE/2005/11), el BCE distribuye los ingresos por billetes euro en circulación obtenidos cada año el segundo día hábil del ejercicio siguiente, pudiendo el Consejo de Gobierno del BCE decidir, antes de final de ejercicio, que no se distribuyan en todo o en parte estos ingresos (véase «Billetes en circulación» en el apartado 3.1.2). En este ejercicio, el Consejo ha acordado retener los ingresos relacionados con el señoreaje de sus billetes correspondiente al ejercicio 2007, con objeto de incrementar la provisión para la cobertura de los riesgos de tipo de cambio e interés y fluctuación del precio del oro creada en 2005, y por ello el saldo de este componente a fin de ejercicio es cero.

24 PARTIDAS EN CURSO DE LIQUIDACIÓN

Recoge diversas partidas que a 31.12.2007 se encuentran en curso de liquidación: órdenes de transferencia pendientes de ejecución, transferencias expedidas a entidades de depósito pendientes de reembolso, transferencias pendientes de aplicación, etc.

De los 209,75 millones de euros que refleja el saldo de esta rúbrica al cierre del ejercicio, 184,97 corresponden a transferencias ordenadas por entidades de crédito pendientes de abono al cierre del ejercicio, y 23,83 corresponden a transferencias recibidas el día 31 de diciembre de 2007 del Sistema Nacional de Compensación Electrónica, que han sido liquidadas y están pendientes de abono.

El incremento de esta rúbrica respecto al ejercicio anterior es de 4,17 millones (la primera de las partidas mencionadas aumentó 49,04 millones, mientras que la segunda se redujo en 44,06).

25 DIFERENCIAS POR VALORACIÓN DE PARTIDAS DE FUERA DE BALANCE

Recoge el importe de la posición neta acreedora por operaciones a plazo y *swaps* con divisas valorada a los tipos de cambio vigentes a fin de ejercicio. Cuando dicha posición es deudora, como ocurre en este ejercicio, se registra bajo el mismo título en el epígrafe «11.3» del activo (véase nota 13 al balance).

26 CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL PASIVO E INGRESOS ANTICIPADOS

Este epígrafe recoge los intereses a pagar no vencidos, los gastos a pagar no vencidos y los beneficios diferidos.

A 31.12.2007, su saldo asciende a 293,32 millones de euros, siendo la partida más significativa la de intereses a pagar no vencidos (286,27 millones de euros). El aumento experimentado en 2007 (55,10 millones) es consecuencia, esencialmente, de los mayores intereses devengados por las cuentas intra-Eurosistema relacionadas con el ajuste de billetes en circulación, y con las operaciones TARGET (a fin de 2007 su saldo es acreedor), siendo también superiores a los del ejercicio anterior los intereses devengados correspondientes a la remuneración de las reservas mínimas.

27 OTROS PASIVOS.—DIVERSOS

Recoge otras cuentas pasivas que no tienen cabida en los apartados anteriores.

A 31.12.2007 su saldo era de 315,67 millones, siendo la partida más relevante de este epígrafe la correspondiente a «Mutualidad de Empleados del Banco de España.—Aportaciones a pagar» (199,89 millones). Su variación más significativa está relacionada con la reducción en 34,34 millones en dicha deuda con la Mutualidad de Empleados.

28 PROVISIONES

Excepto las provisiones para cobertura del riesgo-país, que se presentan en balance minorando el valor de los activos correspondientes, el resto se registra en la presente rúbrica, con el detalle siguiente:

En millones de euros

	2007	2006	Variación
Para la cobertura de riesgos por tipo de cambio y tipo de interés	2.421,95	2.421,95	0,00
Para la cobertura de pérdidas por amortiziación anticipada de créditos singulares	1.393,21	0,00	1.393,21
Para el canje de billetes de peseta retirados	61,83	89,61	-27,77
Para pagos a prejubilados y jubilados	50,31	66,28	-15,98
Para socorro por fallecimiento y jubilación	68,88	69,98	-1,10
Para riesgos y gastos diversos	9,65	3,75	5,90
TOTAL	4.005,81	2.651,57	1.354,25

La cuenta de provisiones más relevante es la relativa a la «Provisión para riesgos por tipo de cambio y tipo de interés», creada por acuerdo de la Comisión Ejecutiva de 26 de enero de 1999, con objeto de cubrir el riesgo por tipo de cambio de las reservas exteriores del Banco de España. Posteriormente, la Comisión Ejecutiva, en su sesión de 14 de abril de 2004, acordó ampliar su finalidad a la cobertura de los riesgos por tipo de interés. El saldo de esta provisión a 31.12.2007 asciende a 2.421,95 millones de euros, el mismo que el ejercicio anterior (véase nota 5 a la cuenta de resultados).

El saldo de esta provisión se revisa con carácter anual, de acuerdo con la valoración del Banco de España de su exposición a los riesgos mencionados mediante la metodología de valor en riesgo. Dicha evaluación tiene en cuenta, además de esa valoración, una serie de factores, entre los que se incluyen los resultados estimados para el próximo año, la evolución prevista de los activos de riesgo u otros que las circunstancias aconsejen contemplar.

Dados los dos nuevos hechos acaecidos en 2007, por un lado, la publicación de la Ley 4/2007, de 3 de abril, que estableció en su disposición adicional 3.ª que «durante el año 2007 la Tesorería General de la Seguridad Social reembolsará al Banco de España la totalidad de los créditos concedidos a la Seguridad Social en los años 1990 y 1991, atendiendo al valor actual que tenga la deuda pendiente de los mismos en el momento del pago» y, por otro, el mencionado acuerdo con la Administración General del Estado (véase nota 9), por el que el Tesoro puede solicitar la amortización anticipada de una parte o de la totalidad de dichos créditos, abonando el efectivo correspondiente a su valor de mercado en lugar de su valor nominal, se ha dotado una provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de los créditos singulares, con objeto de cubrir las pérdidas eventuales que pondría de manifiesto la amortización anticipada de los mencionados créditos (recogidos en el epígrafe 8 del activo; véase nota 9), determinándose su saldo por diferencia entre el valor nominal y el valor actual de mercado de los mismos. A 31.12.2007, su saldo ascendía a 1.393,21 millones.

Por su parte, las disminuciones más importantes han tenido lugar en la provisión dotada para atender el canje de los billetes de peseta retirados de la circulación (27,77 millones) y en la provisión para pagos a prejubilados y jubilados (15,98 millones), como consecuencia de la aplicación de las mismas a su finalidad.

29 CUENTAS DE REVALORIZACIÓN

Esta rúbrica incluye las revalorizaciones procedentes de plusvalías no realizadas en activos y pasivos financieros. Su detalle es el siguiente:

En millones de euros

Clase de cuenta	2007		2006		Variación
ORO		4.294,28		5.208,90	-914,62
DIVISAS		0,02		20,35	-20,33
VALORES		55,24		46,50	8,74
Emitidos en moneda extranjera por no residentes en la zona del euro	43,61		5,77		37,84
Emitidos en euros por residentes en la zona del euro	11,62		40,73		-29,11
OTROS		21,56		17,81	3,75
TOTAL		4.371,09		5.293,55	-922,46

Las cuentas de revalorización han disminuido en el ejercicio en 922,46 millones. La variación más importante ha tenido lugar en el oro, cuyas plusvalías no realizadas descendieron en 914,62 millones a pesar del aumento de su precio de mercado, como consecuencia de las ventas de oro realizadas durante el ejercicio. Por su parte, las plusvalías no realizadas en divisas disminuyeron en 20,33 millones, debido, fundamentalmente, a la depreciación del tipo de cambio del dólar USA frente al euro. Finalmente, en las cuentas de revalorización de valores la principal variación se ha producido en los valores denominados en moneda extranjera, con un aumento de 37,84 millones, que ha sido compensado en parte con la disminución registrada en los valores en euros emitidos por residentes en el área del euro (29,11 millones), fruto de la variación del precio de los valores debido a la evolución de los tipos de interés (disminución del tipo de interés del dólar USA y aumento del tipo del euro).

30 CAPITAL

A 31 de diciembre de 2007, el capital del Banco de España asciende a 1.000 millones de euros, sin variación en el ejercicio. De este importe, 1,37 millones proceden de lo previsto en el Decreto Ley 18/1962, de 7 de junio, y 998,63 millones, de la ampliación de capital efectuada en 2006. Dicha ampliación es consecuencia de la aprobación por parte del Consejo de Ministros, en su sesión del 28 de julio de 2006, de la propuesta efectuada por el Consejo de Gobierno del Banco de España, en aplicación de la Ley 192/1964, de que una parte de los beneficios de 2005, que fueron retenidos al amparo del acuerdo del Consejo de Ministros de 29 de julio de 2005 y del Real Decreto 1198/2005, sobre el régimen de ingreso en el Tesoro Público de los beneficios del Banco de España, se destinara a incrementar el capital del Banco dentro de los límites autorizados por la disposición adicional trigésima octava de la Ley 30/2005, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 2006, es decir, hasta alcanzar el capital del Banco de España la cifra de 1.000 millones de euros.

31 RESERVAS

Se incluyen en este epígrafe, por un lado, el importe del capital, reservas y resultados derivados de la integración, en 1973, del extinto Instituto Español de Moneda Extranjera en el Banco de España (3,17 millones) y, por otro, la parte de los beneficios de 2005 y 2006 aplicada a reservas, que fueron autorizadas, respectivamente, por el Consejo de Ministros el 28 de julio de 2006 (496,83 millones) y el 29 de junio de 2007 (500 millones), en aplicación de las disposiciones citadas en la nota anterior. De esta forma, con la ampliación efectuada este ejercicio, las reservas del Banco de España han alcanzado la cifra de 1.000 millones de euros.

32 BENEFICIO DEL EJERCICIO

El beneficio neto del ejercicio 2007, una vez deducida la dotación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales (20,25 millones de euros), ha ascendido a 2.004,98 millones de euros, superior en un 2,9% al de 2006. Del citado importe, 981,21 millones fueron ingresados en el

Tesoro el 2 de noviembre de 2007, de conformidad con lo dispuesto en el Real Decreto 1198/2005, de 10 de octubre.

A lo largo del ejercicio, también se ingresaron en el Tesoro las cantidades que se citan, correspondientes a los beneficios de 2006:

a El día 1.3.2007, 607,74 millones de euros, para alcanzar, junto con el ingreso realizado en noviembre de 2006, el 90% de los beneficios distribuibles de dicho año, que ascendieron a 1.447,57 millones de euros.

b El día 13.8.2007, una vez aprobado por el Consejo de Ministros el balance y cuenta de resultados del año 2006, 144,76 millones de euros, como importe restante de los beneficios distribuibles de dicho ejercicio.

El detalle de los diferentes componentes que integran los beneficios de 2007 y las causas de su variación frente a los de 2006 figuran en el apartado 3.3 siguiente, relativo a la cuenta de resultados.

3.3 Notas explicativas a la cuenta de resultados

1 INGRESOS POR INTERESES

Este epígrafe incluye los ingresos por intereses devengados por los principales activos del Banco de España. Su composición, en ambos ejercicios, ha sido la siguiente:

En millones de euros y porcentaje

	Ingresos por intereses			Inversión media 2007	Rentabilidad media 2007
	2007	2006	Variación		
MONEDA EXTRANJERA	445,55	456,48	-10,93	9.090,61	4,8
Valores	323,73	272,94	50,78	6.669,69	4,8
Depósitos y otros activos	121,83	183,54	-61,71	2.420,92	5,0
EUROS	4.614,82	3.036,54	1.578,29	118.105,76	3,9
Valores	2.626,17	1.572,55	1.053,62	68.356,66	3,8
Operaciones de política monetaria	1.076,76	678,06	398,71	25.943,00	4,1
Cuentas intra-Eurosistema	910,00	784,18	125,83	23.806,10	3,8
Activo contrapartida de las reservas transferidas al BCE	*147,34*	*105,00*	*42,35*	*4.349,18*	*3,3*
Saldo neto deudor otras cuentas intra-Eurosistema	*762,66*	*679,18*	*83,48*	*19.456,92*	*3,9*
Otros activos	1,89	1,75	0,14	—	—
TOTAL	5.060,38	3.493,02	1.567,36	127.196,36	3,9

Los ingresos por intereses han experimentado un fuerte incremento (1.567,36 millones) en el ejercicio 2007 frente a 2006. La práctica totalidad del mismo (1.578,29 millones) procede de las inversiones en euros, mientras que los ingresos de las inversiones en moneda extranjera han experimentado una disminución de 10,93 millones de euros.

De los intereses de las inversiones en moneda extranjera (445,55 millones de euros), 323,73 millones proceden de las inversiones en valores de renta fija en dólares USA, y 121,83 millones de depósitos y otros activos. Los intereses de la mencionada cartera en dólares se han incrementado en 50,78 millones, mientras que los correspondientes a depósitos y otros activos han disminuido en 61,71 millones, debido sobre todo al trasvase de una parte de inversiones desde depósitos hacia valores (en 2006, el saldo medio invertido en valores era de 5.249,86 millones, y en depósitos, de 3.857,75 millones).

Los ingresos por intereses en euros (4.614,82 millones) proceden, fundamentalmente, de las carteras de valores (2.626,17 millones, con un incremento de 1.053,62 millones), las operaciones de política monetaria (1.076,76 millones, con un incremento de 398,71 millones) y las cuentas intra-Eurosistema (910,00 millones, con un incremento de 125,83 millones). Dichos incrementos se han debido al aumento de la inversión media (103.503,66 millones en 2006) y, sobre todo, de la rentabilidad, que ha pasado del 2,9% al 3,9%.

2 GASTOS POR INTERESES

Incluye los gastos por intereses devengados por los pasivos que se citan a continuación, con el detalle siguiente:

En millones de euros y porcentaje

	Gastos por intereses			Financiación media 2007	Coste medio 2007
	2007	2006	Variación		
MONEDA EXTRANJERA	82,04	132,22	-50,18	5.053,14	1,6
Operaciones *swap,* a plazo y otras	62,95	112,43	-49,48	4.698,85	1,3
Otros pasivos	19,09	19,79	-0,70	354,29	5,3
EUROS	2.095,91	1.310,67	785,24	53.133,12	3,9
Remuneración de las reservas mínimas	811,55	493,73	317,83	20.355,55	3,9
Depósitos a plazo fijo	32,26	0,34	31,93	796,37	4,0
Depósitos de Administraciones Públicas	497,14	315,06	182,08	13.180,98	3,8
Cuentas intra-Eurosistema. Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes	724,41	499,43	224,98	18.263,39	3,9
Saldo neto acreedor otras cuentas intra-Eurosistema	22,78	0,00	22,78	536,82	4,2
Otros pasivos en euros	7,76	2,11	5,65	—	—
TOTAL	2.177,94	1.442,89	735,05	58.186,26	3,7

Los gastos por intereses se han incrementado en 735,05 millones de euros en 2007, con aumento de 785,24 millones los correspondientes a pasivos en euros y disminución de 50,18 millones los correspondientes a pasivos en moneda extranjera.

Los gastos por intereses en moneda extranjera (82,04 millones de euros) corresponden a operaciones *swap,* a plazo y otras (62,95 millones) y a otros pasivos (19,09 millones). La disminución del gasto con respecto a 2006 se ha debido tanto al menor saldo medio (ha pasado de 5.765,83 millones de euros en 2006 a 5.053,14 en 2007) como al menor coste medio (ha pasado del 2,3% en 2006 al 1,6% en 2007).

De los gastos por intereses en euros (2.095,91 millones de euros), 811,55 millones proceden de la remuneración de las reservas mínimas, 724,41 millones de la remuneración de las cuentas intra-Eurosistema relacionadas con la asignación de billetes, 497,14 millones de la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas, y el resto (62,81 millones), de otros pasivos en euros, entre los que destacan el gasto derivado de los depósitos a plazo fijo (32,26 millones de euros) y la remuneración de otras cuentas intra-Eurosistema (22,78 millones). Estos incrementos se han debido, por un lado, al aumento del coste medio (ha pasado del 2,8% en 2006 al 3,9% en 2007) y, por otro, al mayor saldo medio a remunerar (ha pasado de 46.307,17 millones de euros en 2006 a 53.133,12 en 2007).

3 GANANCIAS/PÉRDIDAS REALIZADAS PROCEDENTES DE OPERACIONES FINANCIERAS

Recoge los resultados producidos en la compraventa de activos financieros. En el ejercicio 2007 las ganancias netas por este concepto han ascendido a 1.745,19 millones de euros, procedentes de las siguientes fuentes:

En millones de euros

	2007	2006	Variación
MONEDA EXTRANJERA	1.749,64	565,22	1.184,42
Venta de oro	1.748,21	500,03	1.248,18
Venta de divisas (por tipo de cambio)	-2,84	87,74	-90,58
Venta de valores (por precio)	3,11	-22,62	25,73
Otras ganancias/pérdidas	1,16	0,08	1,08
EUROS	-4,45	-112,18	107,73
Venta de valores (por precio)	-4,45	-112,18	107,73
TOTAL	1.745,19	453,04	1.292,15

Como se observa en el cuadro anterior, la práctica totalidad de las plusvalías realizadas procede de la venta de oro (1.748,21 millones de euros), compensadas ligeramente por las pérdidas realizadas en la venta de valores de renta fija denominados en euros (4,45 millones de euros).

Con respecto al ejercicio anterior, el total de las ganancias netas realizadas procedentes de operaciones financieras ha experimentado un incremento de 1.292,15 millones de euros. Dicha variación procede, fundamentalmente, de:

— Las mayores ganancias obtenidas en venta de oro, que aumentan en 1.248,18 millones de euros respecto a las de 2006.

— La disminución del beneficio neto en venta de divisas respecto al año anterior (90,58 millones de euros), como consecuencia, fundamentalmente, del menor volumen de ventas.

— Las menores pérdidas registradas en venta de valores frente a las de 2006 (133,46 millones de euros de variación), fundamentalmente en valores en euros (107,73 millones de euros) y, en menor medida, por la variación neta positiva por los beneficios obtenidos en venta de valores en moneda extranjera (25,73 millones de euros).

4 MINUSVALÍAS NO REALIZADAS EN ACTIVOS Y POSICIONES FINANCIERAS

Recoge el quebranto derivado de la depreciación por tipo de cambio en la posición en divisas y de la depreciación por precio de los valores, en la parte que no puede compensarse con plusvalías latentes provenientes de ejercicios anteriores. Su composición, en ambos ejercicios, ha sido la siguiente:

En millones de euros

	2007	2006	Variación
MONEDA EXTRANJERA	430,29	8,96	421,32
En divisas (por tipo de cambio)	429,78	2,71	427,07
En valores (por precio)	0,51	6,26	-5,75
Otras	0,00	0,00	0,00
EUROS	99,15	230,57	-131,42
En valores (por precio)	99,15	230,57	-131,42
TOTAL	529,44	239,54	289,90

Las minusvalías no realizadas registradas en el ejercicio 2007 han ascendido a 529,44 millones de euros, de las que un 81,18% corresponde a depreciación por tipo de cambio de divisas (429,78 millones de euros) —fundamentalmente, dólares USA (413,92 millones) y DEG (15,75 millones)— y el 18,82% a depreciación por precio de valores. En concreto, las minusvalías en valores en euros se cifran en 99,15 millones, mientras que las minusvalías no realizadas en valores denominados en moneda extranjera han ascendido a 0,51 millones de euros.

En conjunto, el importe de las minusvalías no realizadas en 2007 ha superado al de 2006 en 289,90 millones, como resultado de mayores minusvalías en divisas por 427,07 millones y menores minusvalías en valores por 137,17 millones.

5 DOTACIONES Y EXCESOS DE PROVISIÓN POR RIESGOS DE TIPO DE CAMBIO Y PRECIO

Recoge, por un lado, la dotación/aplicación para la cobertura de minusvalías por la amortización anticipada de créditos singulares, que asciende a 1.688,56 millones de euros en 2007, de los cuales 1.457,89 corresponden a créditos otorgados al Estado y 230,67 millones al crédito otorgado a la Seguridad Social. La dotación correspondiente a los primeros se debió a la firma, el 26 de marzo de 2007, de un acuerdo con la Administración General del Estado, por el que se establece acelerar el calendario de amortización de los créditos singulares otorgados a este, de forma que queden vencidos en su totalidad, a más tardar, en el año 2015, gozando el Tesoro de la posibilidad de solicitar la amortización anticipada de una parte o de la totalidad de dichos créditos al margen del calendario aprobado, en cuyo caso tendría que pagar por el efectivo correspondiente a su valor de mercado. Por su parte, la dotación a la provisión relativa al crédito otorgado a la Seguridad Social (que quedó completamente amortizado en el mes de mayo de 2007) fue consecuencia del cumplimiento de lo establecido en la disposición adicional tercera de la Ley 4/2007, de 3 de abril.

Por otro lado, de conformidad con el acuerdo de la Comisión Ejecutiva de 31 de enero de 2008, en el ejercicio 2007 se han aplicado a su finalidad provisiones para cubrir las minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras registradas en dicho ejercicio por un importe de 529,44 millones de euros. Al mismo tiempo, se ha dotado esta provisión por un importe de 529,44 millones de euros, quedando la provisión en el mismo nivel que el año pasado.

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		
	2007	2006	Variación	2007	2006	Variación
Operaciones exteriores	0,12	0,30	-0,18	3,42	2,86	0,56
Operaciones interiores	18,96	15,12	3,84	3,85	3,40	0,46
TOTAL	19,09	15,43	3,66	7,27	6,25	1,02

Los mayores ingresos netos por honorarios registrados en 2007 (23,7%) se han debido, sobre todo, al incremento de las comisiones cobradas por operaciones con valores (3,27 millones de euros) en el contexto del modelo de corresponsalía, mediante el que se gestiona la custodia del colateral de las operaciones de política monetaria, y de las comisiones cobradas a las entidades adheridas al Servicio de Liquidación del Banco de España (0,65 millones de euros).

7 DIVIDENDOS Y OTROS INGRESOS DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES

Esta rúbrica incluye la participación del Banco de España en los beneficios del BCE, así como los dividendos procedentes de otras acciones y participaciones.

Del total del importe registrado (9,68 millones de euros), 6,93 millones proceden de los dividendos por la participación en Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad *Holding* de Mercados y Sistemas Financieros, SA (BME), y 2,75 millones, de la participación en organismos internacionales (Banco de Pagos Internacionales). En 2007, el Consejo de Gobierno del BCE decidió retener los ingresos correspondientes al señoreaje de sus billetes, con objeto de incrementar la provisión para la cobertura de riesgos cambiarios, de tipos de interés y de fluctuación de la cotización del oro creada en 2005, por lo que, al igual que en el ejercicio anterior, el Banco de España no ha percibido ingresos del BCE por este concepto. En 2007, el Banco de España tampoco ha percibido dividendo ordinario del BCE.

El descenso frente al ejercicio anterior (10,54 millones de euros) se debe, fundamentalmente, a la disminución de los dividendos percibidos por la participación mantenida en BME.

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 asignan entre los BCN de acuerdo con su clave en el capital suscrito del BCE. La diferencia entre los ingresos monetarios puestos en común por el Banco de España en 2007, que ascienden a 2.478,30 millones de euros, y los asignados, que ascienden a 2.515,55 millones de euros, es el resultado neto del proceso de cálculo de los ingresos monetarios (37,25 millones). En comparación con 2006, estos resultados han aumentado en 16,02 millones de euros.

9 OTROS INGRESOS Y QUEBRANTOS

Recoge los ingresos y quebrantos que no tienen cabida en otros epígrafes, así como otros de carácter excepcional y diverso. Su detalle en ambos ejercicios es el siguiente:

En millones de euros

Descripción	2007	2006	Variación
Resultados extraordinarios	2,18	2,49	-0,31
Mutualidad de empleados	-25,76	-29,17	3,40
Diversos	0,63	108,41	-107,78
TOTAL	-22,95	81,73	-104,68

Como puede observarse, este epígrafe ha registrado una disminución de 104,68 millones de euros frente al ejercicio anterior, derivada fundamentalmente de los beneficios obtenidos de la venta, en el mes de julio de 2006, de una parte de las acciones de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad *Holding* de Mercados y Sistemas Financieros, SA, que ascendieron a 107,79 millones de euros.

10 GASTOS DE PERSONAL

Esta rúbrica incluye los conceptos de sueldos y salarios, aportaciones al Plan de Pensiones y otras cargas sociales. Su importe pasa de 204,63 en 2006 a 211,14 en 2007, con un incremento de 6,51 millones de euros (3,2%), como consecuencia fundamentalmente de las mejoras económicas recogidas en el Convenio Colectivo para 2007, que se estiman en 5,25 millones, y de las variaciones en la dimensión y estructura de la plantilla, deslizamientos por promociones, antigüedad, etc., que supusieron, conjuntamente, 1,26 millones de euros.

Por componentes, su variación es la que se muestra a continuación:

En millones de euros y porcentaje

	2007	2006	Variación	(%)
Gastos de personal	211,14	204,63	6,51	3,2
Sueldos y salarios	154,95	149,76	5,19	3,5
Aportación al Plan de Pensiones	5,12	4,71	0,41	8,6
Otras cargas sociales y otros	51,07	50,15	0,92	1,8

En el cuadro siguiente se detalla la evolución de la plantilla y el personal contratado, en términos del número medio de empleados.

	2007	2006	Variación	(%)
NÚMERO MEDIO DE PERSONAS EMPLEADAS	2.718,6	2.720,7	-2,3	-0,1
1 Plantilla fija	2.605,3	2.626,4	-21,1	-0,8
Grupo directivo	*1.447,9*	*1.436,8*	*11,0*	*0,8*
Grupo administrativo	*928,3*	*955,8*	*-27,4*	*-2,9*
Resto	*229,1*	*233,8*	*-4,7*	*-2,0*
2 Personal contratado	113,3	94,3	18,9	20,1
Grupo directivo	*63,1*	*49,3*	*13,8*	*28,0*
Grupo administrativo	*43,8*	*36,3*	*7,5*	*20,7*
Resto	*6,4*	*8,8*	*-2,3*	*-26,7*

A 31 de diciembre de 2007, la plantilla total del Banco ascendía a 2.720 empleados, con una disminución de cuatro efectivos respecto a la misma fecha del año anterior. A pesar de esta disminución, el número de mujeres se ha incrementado en 18 efectivos, con lo que el porcentaje alcanza el 36% del total de la plantilla del Banco

11 GASTOS EN BIENES Y SERVICIOS[13]

Recoge los gastos ocasionados por la adquisición de bienes corrientes, así como de servicios diversos recibidos durante el ejercicio, según el siguiente detalle:

13. 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.

En millones de euros y porcentaje

Descripción	2007	2006	Variación	%
Gastos de oficina	65,42	62,66	2,76	4,4
Gastos de inmuebles	19,50	20,49	-0,99	-4,8
Transportes y comunicaciones	7,44	7,21	0,23	3,2
Vigilancia y seguridad	6,65	6,45	0,20	3,0
Gastos de formación y becas	2,86	2,61	0,25	9,7
Gastos diversos de funcionamiento	11,13	10,97	0,16	1,4
Tributos	0,94	0,79	0,15	19,6
TOTAL	113,94	111,18	2,76	2,5

Como puede observarse en el cuadro anterior, en 2007 los gastos más relevantes han sido los de oficina —incluidos los informáticos— y los de inmuebles, que ascendieron a 65,42 y 19,50 millones de euros, respectivamente.

El incremento registrado en gastos en bienes y servicios durante 2007 está motivado, en primer lugar, por la actualización de los precios de los servicios en tasas en torno al 2,7% (IPC de 2006). La principal variación, como se observa en el cuadro, se produce en gastos de oficina (2,76 millones, de los que 2,03 millones corresponden a gastos informáticos y 0,4 millones a los gastos de desarrollo y funcionamiento de la plataforma TARGET2 en el cuarto trimestre de 2007). Por otra parte, los gastos de inmuebles disminuyeron con respecto al año anterior, debido a que en 2006 se llevaron a cabo importantes obras de restauración de la cubierta y limpieza de la fachada del edificio de Cibeles, en Madrid, y a la limpieza de la fachada en la sucursal de Sevilla.

Dentro de «Gastos diversos de funcionamiento» se incluyen 127.445,43 euros (IVA incluido) correspondientes a los honorarios de los auditores externos Deloitte, SL, por la realización, en 2007, de trabajos de auditoría sobre cuentas anuales del Banco, así como sobre determinados aspectos de la gestión, por parte del Banco de España, de las reservas del Banco Central Europeo. Durante el ejercicio no se han recibido servicios ni satisfecho cantidad alguna a otras empresas del grupo.

12 AMORTIZACIÓN DEL INMOVILIZADO

Recoge el gasto por la depreciación estimada en los activos fijos del Banco, con el siguiente detalle:

En millones de euros y porcentaje

	2007	2006	Variación	%
Amortización de edificios, construcciones y de obras de remodelación	1,67	1,61	0,06	3,8
Amortización de instalaciones	4,10	19,69	-15,60	-79,2
Amortización de mobiliario y enseres	1,54	1,35	0,19	13,8
Amortización de máquinas de oficina no informáticas	1,41	1,43	-0,02	-1,2
Amortización de equipos para procesos de información	6,18	5,93	0,25	4,2
Amortización de elementos de transporte	1,05	0,94	0,11	11,9
Amortización de bibliotecas	0,48	0,45	0,02	5,1
Amortización de otro inmovilizado material	0,26	0,28	-0,02	-7,2
Amortización del inmovilizado inmaterial	3,42	2,27	1,15	50,6
TOTAL	20,12	33,97	-13,85	-40,8

El descenso registrado en amortización de inmovilizado se debió a que el cambio de los porcentajes de amortización y otros criterios relativos a la vida útil de determinados elementos, consecuencia de la armonización de los criterios aplicados en contabilidad financiera y contabilidad de costes, llevada a cabo a nivel del Eurosistema, supuso un importante incremento de las cifras de gasto en 2006.

13 COSTES DE PRODUCCIÓN DE BILLETES

Su importe (70,95 millones de euros) corresponde a los gastos que satisface el Banco de España por la adquisición de billetes a la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre. El descenso respecto al ejercicio anterior (18,54 millones de euros) se debió al menor volumen de los adquiridos por el Banco en este ejercicio (856 millones de billetes en 2007, frente a 1.038 millones en 2006) y a la reducción en los precios unitarios.

14 DOTACIONES Y APLICACIONES A OTROS FONDOS Y PROVISIONES

El saldo neto de la aplicación y dotación a otros fondos y provisiones en 2007 ha ascendido a 21,95 millones de euros, frente a 8,26 millones en 2006. Esta variación (13,69 millones) se deriva, por una parte, de la mayor dotación en 2007 al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales (20,25 millones en 2007, frente a 4,36 millones en 2006) con el fin de incrementar las actividades de investigación y formación previstas para próximos ejercicios. Por otra parte, ha sido necesaria una menor provisión en 2007 por los socorros por fallecimiento y jubilación establecidos en el artículo 190 del Reglamento de Trabajo en el Banco de España.

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.

15 BENEFICIO DEL EJERCICIO

Con el detalle y por las causas señaladas en las notas anteriores, el beneficio del ejercicio 2007 ha ascendido a 2.004,98 millones de euros, un 2,9% superior al del ejercicio precedente.

En aplicación del Real Decreto 1198/2005, de 10 de octubre, se detallan a continuación las entregas al Tesoro Público de los beneficios del Banco de España correspondientes a los resultados de 2007:

En millones de euros

1 Beneficios totales del ejercicio 2007		2.004,98
2 Ingresos efectuados al Tesoro Público		
El 2.11.2007, por el 70% de los beneficios a 30.9.2007	*981,21*	
El 3.3.2008, por la diferencia con el importe anterior, para alcanzar el 90% de los beneficios a 31.12.2007	*823,28*	
3 Beneficios pendientes de ingreso en el Tesoro Público		
Cuando se aprueben las cuentas de 2007	*200,50*	

3.4 Cambios en capital, reservas, provisiones y cuentas de revalorización

El siguiente cuadro muestra el conjunto de las variaciones que han tenido lugar durante el ejercicio y que incluyen, además del resultado contable, las plusvalías netas no reconocidas como ingresos en la cuenta de resultados, la variación de la cobertura de riesgos por tipo de cambio y tipo de interés, y el efecto patrimonial de la aplicación de los resultados del ejercicio.

En millones de euros

	Capital	Reservas	Cuentas de revalorización	Beneficio pendiente de aplicación	Provisiones	Total
A) SALDOS AL INICIO DEL EJERCICIO 2007	**1.000,00**	**500,00**	**5.293,55**	**1.252,50**	**2.651,57**	**10.697,62**
PLUSVALÍAS NETAS NO RECONOCIDAS EN PÉRDIDAS Y GANANCIAS (1)	0,00	0,00	-922,46	0,00	0,00	-922,46
En oro			-914,62			-914,62
En divisa			-20,33			-20,33
En valores			8,74			8,74
Otras			3,75			3,75
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO 2007 (2)				2.004,98		2.004,98
VARIACIÓN DE LAS PROVISIONES (3)					1.354,24	1.354,24
APLICACIÓN DE RESULTADOS (4)	0,00	500,00	0,00	-2.233,71	0,00	-1.733,71
Ampliación de capital y reservas		500,00		-500,00		0,00
Ingreso al Tesoro del beneficio distribuible correspondiente al ejercicio 2006				-752,50		-752,50
Ingreso al Tesoro del beneficio correspondiente al ejercicio 2007				-981,21		-981,21
B) CAMBIOS OCURRIDOS EN EL EJERCICIO. B = 1 + 2 + 3 + 4	**0,00**	**500,00**	**-922,46**	**-228,73**	**1.354,24**	**703,05**
C) SALDOS AL FINAL DEL EJERCICIO 2007. C = A + B	**1.000,00**	**1.000,00**	**4.371,09**	**1.023,77**	**4.005,81**	**11.400,67**

Las variaciones reflejadas en este cuadro ya se han explicado en los apartados anteriores, en las notas explicativas al balance y cuenta de resultados que hacen referencia a las provisiones (nota 28 al balance), cuentas de revalorización (nota 29 al balance), capital (nota 30 al balance), reservas (nota 31 al balance) y beneficio del ejercicio (nota 32 al balance y nota 15 a la cuenta de resultados).

4 Información específica requerida por el artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994

4.1 Aportaciones efectuadas por el Banco a los Fondos de Garantía de Depósitos

La aportación del Banco de España a los Fondos de Garantía de Depósitos está regulada por el artículo 3.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.

El mencionado Real Decreto Ley estableció que los Fondos de Garantía de Depósitos, solo excepcionalmente, «podrán nutrirse con aportaciones del Banco de España, cuya cuantía se fijará por Ley». En el año 2007, el Banco de España no hizo aportación alguna a estos Fondos.

4.2 Lucro cesante

En el siguiente cuadro se muestran los créditos vivos durante 2007, 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.

En millones de euros y porcentaje

Tipo de crédito/préstamo	Saldo medio estimado en 2007	Tipo de interés percibido (%)	Tipo de interés de referencia (%)	Lucro cesante estimado
Endeudamiento neto del Estado	4.984,71	0,00	3,93	195,95
Créditos a la Seguridad Social	350,85	0,00	3,93	13,79
Préstamos vivienda y anticipos a empleados	162,44	1,07	3,93	4,65
Préstamos vivienda	*131,65*	*1,32*	*3,93*	*3,44*
Anticipos reintegrables	*30,80*	*0,00*	*3,93*	*1,21*
TOTAL	5.498,00	0,03	3,93	214,40

En el apartado «Endeudamiento neto del Estado» se incluye el saldo medio anual, en base diaria, de los créditos singulares otorgados al Estado antes de 1994 menos los depósitos mantenidos por el Tesoro en el Banco de España, cuando arroja un saldo neto a favor de esta entidad.

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». En el cuadro anterior se recoge el lucro cesante relativo a estos créditos desde comienzos de año hasta la fecha de su amortización total, el 9 de mayo de 2007.

El tipo de referencia utilizado para estimar el lucro cesante implícito en todos los créditos ha sido la media diaria del tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación durante el ejercicio.

4.3 Otras operaciones

A. CON EL ESTADO

El 26 de marzo de 2007 se firmó un acuerdo con la Administración General del Estado, por el que se acordó acelerar el calendario de amortización de los créditos que fueron otorgados al mismo con anterioridad a la entrada en vigor de la ley 21/1993, de 29 de diciembre, de Pre-

supuestos Generales del Estado para 2004 (crédito Ley 3/1983, crédito Ley 4/1990 y crédito por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales), de forma que queden vencidos en su totalidad, a más tardar, en el año 2015, pudiendo el Tesoro solicitar la amortización anticipada de una parte o de la totalidad de dichos créditos, abonando en la fecha de la amortización el precio efectivo de mercado en lugar de su importe nominal. En virtud de dicho acuerdo, en 2007 se pagaron dos cuotas del primero de los créditos citados (la correspondiente al año en curso más la última viva del calendario de amortización original), junto con las cuotas correspondientes al año en curso de los otros dos, adelantándose la fecha de pago de todos ellos del 31 de diciembre al 30 de abril. De acuerdo con lo anterior, el 30 de abril de 2007 el Tesoro abonó al Banco de España la cantidad de 518.779.866,92 euros, precio efectivo de mercado de la deuda amortizada en esa fecha, equivalente a un nominal de 583.466.935,01 euros.

B. CON LA TESORERÍA GENERAL DE LA SEGURIDAD SOCIAL

La Ley 4/2007, de 3 de abril, estableció en la disposición adicional 3.ª que «durante el año 2007 la Tesorería General de la Seguridad Social reembolsará al Banco de España la totalidad de los créditos concedidos a la Seguridad Social en los años 1990 y 1991, atendiendo al valor actual que tenga la deuda pendiente de los mismos en el momento del pago». El montante nominal de la deuda viva, antes de su amortización total, ascendía a 1.000.474.799,54 euros, con 13 cuotas pendientes de pago de 76.959.599,97 euros durante los años 2007 a 2019, ambos inclusive. En la fecha de su amortización total, el 9 de mayo de 2007, la Seguridad Social liquidó la mencionada deuda pendiente, abonando al Banco de España la cantidad de 769.803.938,88 euros, precio efectivo de mercado de la misma en esa fecha.

Deloitte.

Plaza Pablo Ruiz Picasso, 1
Torre Picasso
28020 Madrid
España

Tel.: +34 915 14 50 00
Fax: +34 915 14 51 80
+34 915 56 74 30
www.deloitte.es

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, de acuerdo con el artículo 29.1 de su Reglamento Interno, comprenden el balance de situación al 31 de diciembre de 2007 y la cuenta de resultados y la memoria correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha.

Responsabilidad sobre las Cuentas Anuales

La Comisión Ejecutiva del Banco de España es responsable de organizar el Banco y efectuar el nombramiento de los directores generales del mismo. De acuerdo con lo establecido en el Reglamento Interno del Banco de España, la Dirección General de Servicios es responsable de la elaboración de las cuentas anuales de acuerdo con las normas y principios contables internos del Banco de España, que se indican en la Nota 3.1 de la memoria adjunta, basados en la normativa contable establecida para los bancos centrales miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Esta responsabilidad, ejercida a través de la Intervención General, incluye la fiscalización de las operaciones y, por tanto, el diseño, implantación y mantenimiento de los controles internos relevantes necesarios para la preparación y adecuada presentación de las cuentas anuales libres de errores materiales, debidos a fraude o error; seleccionando y aplicando normas contables adecuadas y haciendo las estimaciones que se consideren razonables en virtud de las circunstancias. Conforme a lo establecido en el artículo 21.g) de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, dichas cuentas anuales son formuladas por el Consejo de Gobierno del Banco de España.

Responsabilidad del auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las citadas cuentas anuales en su conjunto, basada en el trabajo realizado de acuerdo con las Normas Internacionales de Auditoría, que requieren que cumplamos determinados requisitos éticos y que planifiquemos y realicemos la auditoría de forma que obtengamos una seguridad razonable de que las cuentas anuales están libres de errores o irregularidades significativos.

Una auditoría conlleva la aplicación de procedimientos encaminados a obtener evidencia justificativa de los importes y desgloses incluidos en las cuentas anuales. Los procedimientos seleccionados dependen del juicio del auditor, que incluye la evaluación de los riesgos de que se produzcan errores o irregularidades significativos en las cuentas anuales, ya sea por fraude o error. Al evaluar estos riesgos, el auditor tiene en cuenta el sistema de control interno aplicable a la preparación y adecuada presentación de las cuentas anuales por parte de la entidad con el fin de diseñar procedimientos de auditoría que sean adecuados dadas las circunstancias, y no con el fin de expresar una opinión sobre la eficacia del sistema de control interno de la entidad. Asimismo, una auditoría incluye la evaluación de la adecuación de las políticas contables utilizadas y la razonabilidad de las estimaciones contables realizadas por la entidad, así como la evaluación de la presentación global de las cuentas anuales. Consideramos que las evidencias que hemos obtenido son suficientes y adecuadas para ofrecer una base sobre la que formular nuestra opinión de auditoría.

Deloitte, S.L. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, Tomo 13.650, folio 188, sección 8, hoja M-54414, inscripción 96, C.I.F.: B-79104469. Domicilio Social: Plaza Pablo Ruiz Picasso, 1 - Torre Picasso, 28020 Madrid.

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu

Información comparativa

En las cuentas anuales adjuntas se presentan, a efectos comparativos, con cada una de las partidas del balance de situación y de la cuenta de resultados, además de las cifras del ejercicio 2007, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere, exclusivamente, a las cuentas anuales del ejercicio 2007. Con fecha 31 de mayo de 2007, emitimos nuestro informe de auditoría acerca de las cuentas anuales del ejercicio 2006, en el que expresamos una opinión favorable.

Opinión

En nuestra opinión, las cuentas anuales del ejercicio 2007 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 2007 y de los resultados de sus operaciones durante el ejercicio anual terminado en dicha fecha, y contienen la información necesaria y suficiente para su interpretación y comprensión adecuada, de conformidad con las normas y los principios contables internos del Banco de España, que se indican en la Nota 3.1 de la memoria adjunta, basados en la normativa contable establecida para los bancos centrales miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

DELOITTE, S.L.

Miguel Angel Bailón

3 de junio de 2008

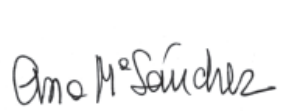
2 Informe de la Comisión de Auditoría

Los que suscriben, miembros del Consejo de Gobierno del Banco de España, D. Ángel Luis López Roa, D. Jesús Leguina Villa y D.ª Ana María Sánchez Trujillo, integran la Comisión de Auditoría del Banco de España designada por el citado Consejo de Gobierno. De acuerdo con lo establecido en el art. 29 del Reglamento Interno del Banco de España, hemos recibido el encargo de someter a censura las cuentas de esta Institución correspondientes a 2007.

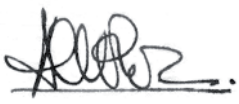
En virtud de dicho precepto reglamentario, la Comisión de Auditoría ha realizado el análisis de las operaciones efectuadas por el Banco de España. El alcance de este examen ha consistido, esencialmente, en: 1) estudio de las cuentas anuales del Banco de España correspondientes al ejercicio 2007, elaboradas por la Dirección General de Servicios del Banco de España; 2) estudio de la auditoría del balance y de la cuenta de resultados del Banco de España correspondientes a 2007, realizada por su Auditoría Interna; 3) estudio de la documentación solicitada por los miembros de esta Comisión a los auditores externos independientes; 4) entrevistas con los responsables de la auditoría externa independiente, del Departamento de Auditoría Interna y de Intervención General, y 5) propuestas de modificación, corrección o aclaración de diversos extremos, todas ellas satisfactoriamente incorporadas a las cuentas anuales por la Intervención General.

La conclusión fundamental de nuestro informe es que del análisis efectuado, del examen y procedimientos con que se desarrolla la contabilización y del registro de los hechos contables, así como de los controles internos que se llevan a cabo, se desprende que las cuentas anuales correspondientes al ejercicio 2007 reflejan fielmente el patrimonio y la situación económica y financiera del Banco de España.

Madrid, a 8 de mayo de 2008.



Ana María Sánchez Trujillo



Ángel Luis López Roa

Jesús Leguina Villa

ANEJO LEGISLATIVO

Al igual que en informes anteriores, se ofrece a continuación un resumen de las principales normas relativas al sistema financiero español y, en particular, a las competencias del Banco de España, surgidas durante 2007 y el primer trimestre de 2008.

Las nuevas disposiciones aparecen ordenadas con un doble criterio. En primer lugar, se recoge un extracto de las normas legales más significativas, siguiendo un orden cronológico con agrupación mensual. Cuando varias disposiciones de distinto rango constituyen el desarrollo normativo de un mismo tema, se agrupan en el apartado correspondiente a la fecha de la disposición de mayor rango. Del mismo modo, para facilitar la plena comprensión de la regulación de algún asunto, cuando se comentan dos o más normas del mismo rango publicadas en diferentes momentos a lo largo del año, se lleva a cabo una agrupación de todas ellas en el apartado correspondiente a la norma más antigua. Estas disposiciones han sido comentadas ampliamente en los artículos trimestrales sobre regulación financiera que se publican en el *Boletín Económico* del Banco de España.

En segundo lugar, se ofrece un catálogo sistemático de materias cuya normativa ha sido objeto de modificaciones desde enero de 2007, especificando la fecha de la norma y el mes en que se publicó el *Boletín Económico* donde fueron analizadas.

7.4.2008.

1 Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2007 hasta marzo de 2008

ENERO 2007

DESARROLLO DE LA NORMATIVA DE LOS SISTEMAS DE PAGOS Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES.—Se publicó la *CBE 1/2007, de 26 de enero* (BOE de 6 de febrero), sobre información que debe rendir la Sociedad Española de Sistemas de Pago, Sociedad Anónima (en adelante, la SEPA), y la aprobación de su normativa.

La SEPA someterá a la autorización del Banco de España la modificación de sus estatutos sociales, y la normativa básica de funcionamiento de los sistemas y servicios que gestione. Asimismo, deberá comunicarle la normativa relativa a los servicios complementarios o accesorios y las instrucciones que regulen la operativa de los sistemas y servicios gestionados por la SEPA, así como remitirle las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de los auditores externos dentro del mes siguiente a su aprobación. Por su parte, el Banco de España podrá recabar de la SEPA información relevante sobre los sistemas y servicios que esta gestione, así como información estadística regular para el seguimiento de su funcionamiento.

Finalmente, el Banco de España fijará, mediante «aplicaciones técnicas» que serán comunicadas a la SEPA, los límites de la cuantía de las órdenes de transferencia de fondos que puedan ser cursadas a través de los sistemas que esta gestione. Dicha fijación se hará atendiendo a los riesgos que entrañen en el procesamiento y liquidación de los pagos, estableciendo, en su caso, los cauces adecuados para las mismas.

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE EL AÑO 2007 Y ENERO DE 2008.—La *ORDEN EHA/19/2007, de 11 de enero* (BOE de 16 de enero), dispuso la creación de deuda del Estado durante el año 2007 y enero de 2008, y dos *Resoluciones de 17 de enero de 2007*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE de 26 de enero y de 23 de enero, respectivamente), determinaron las emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, así como el calendario de subastas para el año 2007 y el mes de enero de 2008.

En sentido amplio, se mantienen las condiciones de emisión vigentes en años anteriores. Al igual que en el año 2006, el Ministerio de Economía podrá disponer la creación de deuda mediante emisiones de valores u operaciones de crédito, en euros o en otras divisas. Respecto a los procedimientos de emisión para la deuda del Estado, se mantienen los sistemas de años anteriores, y, en particular, 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 lo referente a las letras del Tesoro, hay que destacar, por un lado, la suspensión de las subastas de letras a dieciocho meses, manteniéndose las de doce meses; y, por otro, el reinicio a partir del mes de agosto de 2007 de la emisión de las letras a seis meses (suspendidas en 2006), que tendrán periodicidad mensual y vencimiento en los meses impares del primer semestre de 2008, con el fin de reforzar la liquidez de las nuevas referencias con vencimiento en dichos meses. No obstante, por razones de demanda o de política de emisiones, el Tesoro podría efectuar subastas adicionales a las que se convocan, en las que se pondrían en oferta letras a más corto plazo.

Respecto a los bonos y obligaciones del Estado, los criterios y procedimientos de emisión establecidos para bonos y obligaciones del Estado son, básicamente, los vigentes en 2006,

manteniéndose, al igual que en las letras, la obligación de elaborar el calendario anual de subastas que se acompaña en la Orden. Los plazos de emisión de deuda serán los habituales de tres y cinco años en bonos, y de diez y treinta años en obligaciones, si bien no se descarta la opción a reanudar la emisión a quince años, cuya referencia se alternaría con la de treinta años para compaginar la moderación en el volumen total que se ha de emitir y el incremento de la liquidez de las referencias en proceso de emisión. También se mantiene la posibilidad de poner en oferta emisiones que sean ampliación de otras realizadas con anterioridad, a fin de completar el volumen necesario para garantizar su liquidez en los mercados secundarios.

Las subastas mantienen su configuración actual e irán seguidas, como en el caso de las letras, de una segunda vuelta reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de creador de mercado en el ámbito de los bonos y obligaciones del Estado.

FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS: CONVENIOS DE PROMOCIÓN (FTPYMES).—Se publicó la *Orden Pre/3/2007, de 10 de enero* (BOE del 12), sobre los convenios de promoción de fondos de titulización de activos (FTA), para favorecer la financiación empresarial, que introduce ciertas modificaciones en el procedimiento administrativo de concesión de los avales y añade algunos nuevos requisitos en el ámbito de la constitución de los FTA.

En concreto, se modifica el plazo de presentación de las solicitudes de formalización de los convenios (de 15 días a un mes) y se habilita al Director General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa para que lo modifique cuando las condiciones de emisión en los mercados así lo aconsejen. Asimismo, se introduce la posibilidad de que la CNMV pueda incluir en la propuesta de concesión del aval una comisión a favor del Estado, cuya cuantía se fijaría en función del valor nominal de los valores de renta fija avalados y de su calificación crediticia, que deberá satisfacer la sociedad gestora del FTA. Por último, se introducen ciertas mejoras técnicas en el desarrollo del procedimiento.

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES.—La *CBE 2/2007, de 26 de enero* (BOE de 14 de febrero), del mercado de deuda pública en anotaciones, modificó la normativa vigente, integrando y sistematizando los aspectos relacionados con la negociación y contratación del mercado de deuda, manteniendo la debida coordinación con IBERCLEAR, Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, SA (en adelante, IBERCLEAR).

La Circular actualiza y sistematiza las normas que rigen la contratación en el mercado de deuda pública. En especial, regula las obligaciones de información de los titulares de cuenta y entidades gestoras, quienes deberán tener a disposición del Banco de España información sobre su situación financiera y medios necesarios a su condición profesional. Asimismo, define y clarifica las operaciones de mercado, todas ellas recogidas en la normativa anterior. En primer lugar, distingue las compraventas simples, bien al contado, bien a plazo, siendo las primeras aquellas que se ejecutan, como máximo, en un plazo de cinco días, y las segundas, una vez transcurrido dicho período. En segundo lugar, detalla las operaciones dobles en sus diversas modalidades: compraventas con pacto de recompra (o *repos)* y compraventas simultáneas. Respecto a las primeras, las clasifica en *compraventas con pacto de recompra en fecha fija* y *compraventas con pacto de recompra a la vista*.

Como novedad, la Circular prohíbe la formalización de *repos* entre titulares de cuenta, permitiendo solamente las operaciones de compraventa simples (al contado o a plazo) y simultáneas, ya que aquellas, en la práctica, tenían escaso volumen de negociación. No obstante, los titulares de cuenta podrán contratar con terceros todas las operaciones mencionadas, con las

siguientes particularidades. En las operaciones de compraventa a plazo con deuda pública anotada (compraventa simple a plazo o simultáneas), el importe nominal contratado no debe ser inferior a 100.000 euros (antes eran 60.000 euros). Esta operatoria podrá estar amparada por contratos suscritos por el miembro del mercado y el tercero que participen en la contratación. No obstante, podrán realizarse las operaciones por importe inferior, siempre que se formalicen en los contratos tipo fijados en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 25 de octubre de 1995.

En lo referente a la transparencia y publicidad en las operaciones con terceros, cuando la entidad actúe ofreciendo contrapartida en nombre propio, deberán ser concretadas y cerradas en el momento de la contratación todas las condiciones de la operación, quedando obligada a cotizar públicamente en términos de tasa anual equivalente, e incluyendo, en su caso, las comisiones establecidas por las entidades para cada tipo de operaciones.

Finalmente, cuando la entidad actúe como comisionista, las condiciones de la operación se estipularán con el comitente en términos de un precio o tipo de interés de referencia, que podrá referirse a la fecha-valor de la operación, y de la comisión que sobre aquellos se convenga. En este sentido, a partir de la entrada en vigor de la Circular, el 1 de marzo de 2007, las entidades deberán entregar al comitente una copia del documento en que se formalice la orden de inversión en deuda pública. Además, la liquidación del efectivo deberá coincidir con la fecha de transmisión de los valores.

FEBRERO 2007

No hubo regulación financiera relevante.

MARZO 2007

MODIFICACIONES DE LAS NORMATIVAS REGULADORAS DEL MERCADO HIPOTECARIO, DE RECURSOS PROPIOS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS, DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN, Y EN MATERIA DE ABUSO DE MERCADO.— El *Real Decreto 364/2007, de 16 de marzo* (BOE del 17), modificó varias normas en el ámbito financiero. En primer lugar, el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario. En concreto, en las condiciones de emisión de cédulas hipotecarias de interés variable se suprime el límite superior a la variación del tipo de interés, que estaba en función del rendimiento previsible de los préstamos de cobertura que tienen establecido, dado que dicha limitación había perdido su razón de ser, porque los créditos que formaban la cobertura de este tipo de cédulas han pasado de ser de interés fijo a serlo de interés variable.

En segundo lugar, el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, de desarrollo de la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, con el fin de aclarar el alcance de una reciente modificación de la lista de los activos en los que se materializan los recursos propios de las entidades de crédito y de sus grupos consolidables. Asimismo, se modifica el régimen de solvencia de las sociedades gestoras de cartera, con objeto de equiparar el régimen de solvencia de estas sociedades al resto de empresas de servicios de inversión (en adelante, ESI). A fin de que las sociedades gestoras de carteras puedan adaptarse a estas nuevas exigencias, la entrada en vigor de estas modificaciones se difiere dos meses respecto al resto del Real Decreto, que entró en vigor el 18 de marzo.

En tercer lugar, el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las ESI, para aclarar y precisar las necesidades de recursos propios de una empresa de servicios de inversión cuando realice, conforme a lo previsto en su programa de actividades, el servicio de gestión discrecional de carteras.

Por último, en el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado, amplía el ámbito de las personas vinculadas a los administradores y directivos de un emisor que están obligadas a comunicar las transacciones que realicen con valores de dicho emisor. Con ello se persigue una incorporación más fiel del régimen comunitario de *abuso de mercado* al Derecho español.

SOCIEDADES QUE GESTIONAN MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES Y SOCIEDADES QUE ADMINISTREN SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES.—El *Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo* (BOE del 17), desarrolló la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de la participación en el capital de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores.

Se establecen normas especiales para aquellas personas que posean una participación significativa o de control en las sociedades que administren mercados secundarios y sistemas de registro, compensación y liquidación de valores, con el fin de proporcionar información suficiente para que se pueda fundamentar su decisión sobre la cualificación de la persona o entidad que pretende adquirir la participación de control. Asimismo, la participación en el capital de este tipo de sociedades estará sujeta a las reglas de las participaciones significativas previstas en la Ley del Mercado de Valores para las ESI, con las especialidades que se determinan en este Real Decreto. Por otro lado, para la adquisición de una participación significativa igual o superior al 1%, pero inferior al 5%, se reduce el plazo establecido en la Ley del Mercado de Valores para considerar que el silencio administrativo tiene sentido positivo. Finalmente, se faculta a la CNMV para pedir la información que considere necesaria sobre el accionariado de estas sociedades.

Por otro lado, se fijan ciertas reglas para las entidades titulares de participaciones de control en estas sociedades. Así, dichas entidades habrán de respetar determinadas condiciones para la introducción de limitaciones a los derechos que atribuye la participación en su capital. Además, cuando les sean aplicables, deberán cumplir las reglas contenidas en la Ley del Mercado de Valores sobre ofertas públicas de adquisición (OPA) y comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas, sin perjuicio de las obligaciones contenidas en el Real Decreto.

MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS SOCIEDADES RECTORAS DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES, DE LA SOCIEDAD DE BOLSAS Y DE LA SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES (IBERCLEAR).—El *Real Decreto 363/2007, de 16 de marzo* (BOE del 17), modificó el Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva; el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones, y el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

La norma clarifica las causas para oponerse al nombramiento de los miembros del consejo de administración de la Sociedad Rectora de una Bolsa de Valores, de la Sociedad de Bolsas o de las Sociedades Rectoras de los mercados de futuros y opciones, que será la no concurrencia de los requisitos de honorabilidad profesional y de conocimientos y experiencia que se exigen a los miembros del consejo de administración de una empresa de servicios de inversión en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Por otro lado, flexibiliza el régimen económico de las Sociedades Rectoras de Bolsas, de la Sociedad de Bolsas, de las Sociedades Rectoras de los mercados de futuros y opciones y de IBERCLEAR, puesto que no tendrán que someter su presupuesto anual a la aprobación de la CNMV o, en su caso, de la comunidad autónoma correspondiente, ni el organismo regulador podrá imponer modificaciones en el mismo. No obstante, la CNMV o, en su caso, la comunidad autónoma correspondiente mantienen la potestad de aprobar las tarifas de estas entidades, a las que podrán establecer excepciones o limitaciones cuando puedan afectar a la solvencia financiera de las Sociedades Rectoras, provocar consecuencias perturbadoras para el desarrollo del Mercado de Valores o contrarias a los principios que lo rigen, o introducir discriminaciones injustificadas entre los distintos miembros de la Bolsa.

Por último, introduce ciertas modificaciones en los mecanismos de aseguramiento de la entrega de valores, y, en concreto, en el régimen de los préstamos de valores vinculados de IBERCLEAR, para evitar el efecto de inflación transitoria de títulos que puede darse en ciertos supuestos de liquidación de operaciones de compraventa de valores.

MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.—El *Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo* (BOE del 17), modificó el Reglamento por el que se desarrolla la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, en lo que afecta a las IIC de inversión libre y a las IIC de IIC de inversión libre (es decir, el régimen de los *hedge funds* y los fondos de *hedge funds).*

El objetivo fundamental de esta reforma es flexibilizar el régimen de estas IIC, especialmente en lo referente al régimen de reembolsos, para facilitarles un mayor crecimiento e implantación en el mercado. De este modo, se permite a estas IIC establecer un límite máximo del importe que se ha de rembolsar con el consiguiente prorrateo de las solicitudes. Además, estas instituciones pueden establecer períodos mínimos de permanencia para sus accionistas o partícipes y un régimen de preavisos para las suscripciones y reembolsos más flexible que el régimen general. Además, de la regulación relativa a las actividades de comercialización resulta evidente que las IIC de inversión libre no podrán realizar tales actividades de comercialización dirigidas a clientes que no tengan la consideración de cualificados (inversores minoristas), si bien no se prohíbe que estos inversores puedan adquirir acciones y participaciones de IIC de inversión libre.

En relación con los fondos de *hedge funds,* se dispone que el uso por la institución de estas opciones más flexibles esté condicionado a que lo exijan las inversiones previstas y, además, que se tenga en cuenta la política de comercialización de la IIC de IIC de inversión libre.

REQUISITOS DE TRANSPARENCIA RELATIVOS A LA INFORMACIÓN SOBRE LOS EMISORES CUYOS VALORES SE ADMITEN A NEGOCIACIÓN EN UN MERCADO REGULADO.—La *Directiva 2007/14/CE, de la Comisión, de 8 de marzo de 2007* (DOUE del 9), estableció ciertas disposiciones de aplicación de determinadas prescripciones de la Directiva 2004/109/CE, de 15 de diciembre, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores de valores en mercados regulados. La norma establece la obligatoriedad de la divulgación de información exacta, completa y puntual sobre los emisores de valores. Del mismo modo, las normas de aplicación de los requisitos de transparencia deben elaborarse de manera que aseguren un elevado nivel de protección de los inversores, fortalezcan la eficiencia del mercado y se apliquen de manera uniforme.

Por otra parte, el contenido mínimo del resumen de los estados financieros semestrales debe evitar dar una imagen engañosa de los activos, los pasivos, la situación financiera y los resul-

tados del emisor, así como proporcionar una transparencia adecuada para los inversores mediante un flujo regular de información sobre los resultados del emisor, presentándose la información de manera que sea fácil de comparar con la proporcionada en el informe de gestión del año anterior.

Finalmente, las actividades del creador del mercado deben llevarse a cabo con total transparencia, de manera que, cuando la autoridad competente lo solicite, el creador de mercado deberá ser capaz de especificar las actividades realizadas en relación con el emisor en cuestión y, en particular, las acciones o instrumentos de mercado que posea para llevar a cabo actividades de creación de mercado.

NUEVO REGLAMENTO DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS Y MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES.—El *Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo* (BOE del 31), aprobó el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, aprobado por la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, y modificó el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero.

En lo que se refiere a los rendimientos de capital mobiliario, se adapta la regulación como consecuencia de la no aplicación de la reducción por obtención de rendimientos con período de generación superior a dos años u obtenidos de forma notoriamente irregular en el tiempo a aquellos rendimientos que forman parte de la base imponible del ahorro.

Por otro lado, se incorporan nuevas obligaciones formales de información para las entidades aseguradoras que comercialicen seguros de dependencia, planes de previsión asegurados o planes individuales de ahorro sistemático, y se desarrolla la obligación de información a cargo de los contribuyentes que sean titulares de patrimonios protegidos. Además, se introducen dos nuevas disposiciones adicionales, para, por una parte, permitir movilizar la provisión matemática entre planes individuales de ahorro sistemático y, por otra, aclarar la forma de aplicación de la reducción del 65% derivada del régimen fiscal del acontecimiento *Copa del América 2007*.

ABRIL 2007

SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL (TARGET2).—Se publicó la *Orientación BCE/2007/2 del Banco Central Europeo*, de 26 de abril de 2007 (DOUE de 8 de septiembre), sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2), y la *Decisión del Banco Central Europeo BCE/2007/7, de 24 de julio de 2007* (DOUE de 8 de septiembre), relativa a las condiciones de TARGET2-ECB, con el fin de modernizar y actualizar el sistema TARGET.

TARGET2, que sustituyó al anterior desde el pasado 9 de noviembre, se caracteriza por una plataforma técnica denominada *Plataforma Compartida Única*, que, del mismo modo que su antecesor, se estructura legalmente como una multiplicidad de sistemas de pago. La migración de los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) nacionales a la Plataforma Compartida Única tendrá lugar por etapas, por lo que la Orientación BCE/2005/16 seguirá aplicándose a esos sistemas hasta que los bancos centrales nacionales (BCN) correspondientes migren a la Plataforma Compartida Única.

Cada BCN del Eurosistema operará con su propio sistema integrante de TARGET2, de modo que los nombres de los sistemas integrantes de TARGET2 estarán formados exclusivamente por la expresión TARGET2 y el nombre o la abreviatura del BCN del Eurosistema correspon-

diente o del Estado miembro de ese banco central del Eurosistema. Concretamente, el sistema integrante de TARGET2 del BCE se denomina TARGET2-ECB.

El nuevo sistema tiene tres niveles de gobierno distintos, tanto para el establecimiento como para las fases operativas: el Consejo de Gobierno (nivel 1), los BCN del Eurosistema (nivel 2) y los BCN proveedores de la Plataforma Compartida Única (nivel 3).

Respecto al funcionamiento de TARGET2, cada BCN participante adoptará las medidas necesarias de aplicación de las *condiciones uniformes de participación* en TARGET2 que se establecen en la norma. Estas medidas regirán exclusivamente las relaciones entre el BCN participante y sus participantes respecto del procesamiento de pagos en el módulo de pagos.

Por su parte, el BCE adoptará las condiciones de TARGET2-ECB aplicando también las condiciones uniformes, con la salvedad de que solo prestará servicios a las entidades de compensación y liquidación, incluidas las establecidas fuera del Espacio Económico Europeo, que estén sujetas a la vigilancia de la autoridad competente y cuyo acceso a TARGET2-ECB haya sido aprobado por el Consejo de Gobierno. Este establecerá las normas de financiación de la Plataforma Compartida Única. El superávit o déficit resultante del funcionamiento de la Plataforma Compartida Única se distribuirá entre los BCN participantes con arreglo a su participación en el capital del BCE. También establecerá una metodología de costes y una estructura de comisiones comunes para los servicios básicos de TARGET2.

La migración de los actuales sistemas de TARGET a la Plataforma Compartida Única tendrá lugar en las fechas siguientes: el 19 de noviembre de 2007, para los bancos centrales de Alemania, Luxemburgo, Austria y Eslovenia; el 18 de febrero de 2008, para los bancos centrales de España, Bélgica, Holanda, Francia, Irlanda, Finlandia y Portugal; y el 19 de mayo de 2008, para el BCE, Grecia e Italia. Si por circunstancias imprevistas no se ha podido realizar la migración, esta se prorrogará, a más tardar, hasta el 15 de septiembre de 2008.

MAYO 2007

ORIENTACIÓN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO EN MATERIA DE BALANZA DE PAGOS.— La *Orientación BCE/2007/3, de 31 de mayo* (DOUE de 20 de junio), modificó la Orientación BCE/2004/15, de 16 de julio de 2004, sobre las exigencias de información estadística del BCE en materia de estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales, con el fin de actualizar las necesidades de información en estas áreas, así como de reajustar el grado de desglose requerido en dicha Orientación.

Respecto a la obtención de datos en materia de inversión de cartera, establece criterios comunes para la recopilación de esta información en toda la zona del euro. En este sentido, desde marzo de 2008 los sistemas de recopilación de información de inversión de cartera se ajustarán a uno de los modelos que figuran en los anejos de la Orientación BCE/2004/15, y añade que el modelo escogido podrá introducirse progresivamente a fin de que el BCN pueda alcanzar la cobertura pretendida, a más tardar, en marzo de 2009, respecto de los saldos de diciembre de 2008.

Por otro lado, introduce ciertos cambios en la Orientación BCE/2004/15 en previsión de futuras ampliaciones de la zona del euro y en relación con la elaboración y presentación de datos históricos del agregado de la zona del euro en su nueva composición sobre estadísticas de balanza de pagos (incluida la balanza por cuenta corriente desestacionalizada) y la posición de inversión internacional. Por lo que respecta a los Estados miembros que adopten el euro el 1 de enero de 2007 o después de esta fecha, los BCN de esos Estados, así como los BCN de los demás Estados participantes en el momento de la adopción, facilitarán al BCE los da-

tos históricos que se exigen en los anejos de esta Orientación, a fin de permitir la elaboración de los agregados de la zona del euro en su nueva composición. Las fechas de referencia de dichos datos variarán según la fecha de ingreso en la Unión Europea.

MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN Y DE LA TRANSPARENCIA DE LOS EMISORES.— La *Ley 6/2007, de 12 de abril* (BOE del 13), reformó la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para incorporar parcialmente a nuestro ordenamiento jurídico dos directivas comunitarias: la Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las OPA (conocida como la Directiva de OPA), y la Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado (conocida como la Directiva de Transparencia), así como para modificar algunos aspectos del régimen vigente para garantizar que las OPA se lleven a cabo en un marco legal completo y con total seguridad jurídica.

Posteriormente, el *Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio* (BOE del 28), sobre el régimen de las OPA, desarrolló reglamentariamente la Ley 6/2007, con el fin de profundizar en los objetivos mencionados y completar las modificaciones introducidas por aquella.

Modificaciones en el régimen jurídico de las OPA

Las normas recogen los supuestos que dan lugar a la obligación de formular una OPA por el 100% del capital de una sociedad (OPA obligatoria), introduce la figura de la compraventa forzosa, regula las obligaciones del órgano de administración de la sociedad objeto de una OPA y la posibilidad de introducir medidas de blindaje, a la vez que deroga la figura de las OPA parciales (las denominadas OPA sobre el 10% del capital) contempladas en la normativa anterior.

En cuanto a la OPA obligatoria, esta se llevará a cabo cuando se alcance el control de una sociedad, tanto de manera directa como indirecta o sobrevenida. Se presume que una persona física o jurídica tiene individualmente o en concierto con otras el control de una sociedad cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%; o bien cuando haya alcanzado una participación inferior, pero designe en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición de dicha participación un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más del 50% de los miembros del órgano de administración de la sociedad. En ambos casos se obliga a realizar una OPA por el 100% de las acciones a un precio equitativo. Para la determinación de este precio se incluirá el importe íntegro de la contraprestación que en cada caso haya pagado o acordado pagar el oferente o las personas que actúen en concierto con él, para lo cual se aplicarán determinadas reglas que se detallan en la norma.

Por otro lado, se recoge la figura de la OPA voluntaria para aquellos casos en los que una persona desea adquirir un paquete importante de acciones apelando a todos los accionistas. Estas ofertas pueden formularse por la totalidad del capital o por una parte del mismo. En general, las reglas aplicables son las mismas que las de las obligatorias, con algunas excepciones, que se mencionan en la norma; entre ellas, que no están sujetas a la formulación del precio equitativo. También podrá formular una oferta voluntaria por un número de valores inferior al total quien no vaya a alcanzar, a resultas de ella, una participación de control o quien, ostentando ya una participación de control, pueda libremente incrementar su participación en la sociedad afectada sin sujetarse a la obligación de formular una oferta obligatoria.

Las compraventas forzosas son una novedad en nuestra normativa, y hacen referencia al supuesto de que, a resultas de una OPA por la totalidad de los valores, el oferente alcance, al menos, el 90% del capital y la oferta haya sido aceptada por titulares de valores que representen, al menos, el 90 % de los derechos de voto. En este caso, el oferente podrá exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio equitativo, y, del mismo modo, los titulares de valores de la sociedad afectada podrán exigir del oferente la compra de sus valores a un precio equitativo.

Las ofertas competidoras afectan a valores sobre los que, en todo o en parte, haya sido previamente presentada a la CNMV otra OPA, cuyo plazo de aceptación no esté finalizado. No podrán presentar una oferta competidora las personas que actúen de forma concertada con el oferente de la OPA en vigor o pertenezcan a su mismo grupo, y aquellas que, de forma directa o indirecta, actúen por cuenta de él. No obstante, el oferente podrá asociarse o concertarse con terceros con el fin de mejorar su oferta, siempre que se cumplan determinadas condiciones, como el hecho de que ninguna persona o entidad participe, directa o indirectamente, en más de una oferta, ya sea como cooferente, en concierto con el oferente inicial o de cualquier otra forma.

Por otra parte, el Reglamento detalla minuciosamente el proceso de la OPA, que comienza con el anuncio de la intención (cuando es voluntaria), o de la obligación (en caso contrario), de presentar una OPA. Antes de que finalice, se exige que el consejo de administración de la sociedad objeto de la oferta publique un informe con su opinión sobre la misma. Además, los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y el oferente informarán a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores, a los que remitirán, cuando sea publicado, un folleto explicativo de la oferta. Asimismo, se establecen ciertas limitaciones en la actuación del oferente durante el procedimiento, como abstenerse de difundir o publicar por cualquier medio algún dato o información que no conste en el anuncio previo de la oferta. La oferta concluye tras el período de aceptación de la OPA, con el cómputo de las aceptaciones recibidas y la liquidación de la misma.

Por su parte, los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada o cualquier órgano delegado o apoderado de los mismos deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas, antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y en particular antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada.

Modificaciones en el régimen de transparencia relativa a la publicación y difusión de la información de las sociedades cotizadas

Se adapta el régimen de la publicación y difusión de la información relevante a las prescripciones de la Directiva de Transparencia. Para ello, se precisan las obligaciones que tenían los emisores de valores de hacer pública y difundir inmediatamente al mercado y a la CNMV toda información relevante tan pronto como sea conocido el hecho. No obstante, cuando dicha información pueda perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los valores del emisor o poner en peligro la protección de los inversores, el emisor deberá comunicarla, con carácter previo a su publicación, a la CNMV, que la difundirá inmediatamente.

Por otra parte, se introduce el régimen de la información periódica establecido en la Directiva de Transparencia, es decir, los informes anuales, semestrales y trimestrales que el emisor deberá elaborar, publicar y difundir, así como remitir a la CNMV para su incorporación al regis-

tro oficial correspondiente, con determinadas excepciones. Asimismo, se modifica el régimen de comunicación al emisor y a la CNMV de la adquisición o pérdida de participaciones significativas de acciones con derecho de voto en el capital social del emisor, o de los instrumentos financieros que den derecho a adquirir tales valores.

Finalmente, se establecen obligaciones en relación con la autocartera, de modo que los emisores deberán comunicar a la CNMV, hacer públicas y difundir las operaciones sobre sus propias acciones, en los términos que se establezcan reglamentariamente, cuando la proporción alcance, supere o se reduzca en los porcentajes que se determinen.

INFORMACIÓN DE LAS ENTIDADES ASEGURADORAS, LAS ENTIDADES GESTORAS DE FONDOS DE PENSIONES, Y LOS CORREDORES DE SEGUROS Y REASEGUROS.—Se publicó la *Orden EHA/1805/2007, de 28 de mayo* (BOE de 20 de junio), por la que se obliga a las empresas de seguros, entidades gestoras de fondos de pensiones, corredores de seguros y sociedades de correduría de seguros a presentar por medios telemáticos ante la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (en adelante, DGS) la información a que están obligados de acuerdo con su legislación específica. Para ello, deberán ajustarse a los requisitos técnicos para el acceso y la utilización de los registros telemáticos que establece la Orden EHA/3636/2005, de 11 de noviembre, por la que se crea el registro telemático del Ministerio de Economía y Hacienda.

Por último, la Orden aprovecha para modificar determinados apartados de la citada Orden EHA/3636/2005: por un lado, se suprime el procedimiento telemático referido a la solicitud de valoración de inmuebles por parte de la DGS, haciendo desaparecer la posibilidad de solicitar la tasación de inmuebles por parte de sus servicios técnicos; y, por otro, en relación con los mediadores de seguros, se incorpora un nuevo procedimiento telemático para la presentación de la documentación estadístico-contable por parte de los corredores de seguros y reaseguros.

JUNIO 2007

No hubo regulación financiera relevante.

JULIO 2007

ARMONIZACIÓN INTERNACIONAL DE LA LEGISLACIÓN CONTABLE ESPAÑOLA CONFORME A LA NORMATIVA EUROPEA.—Se publicó la *Ley 16/2007, de 4 de julio* (BOE del 5), de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea, que, sobre la base del marco jurídico establecido por las directivas contables, pretende ajustarse a los criterios de las Normas Internacionales de Información Financiera (en adelante, NIIF).

Respecto a las cuentas anuales, además del balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, y la memoria, se añaden dos nuevos documentos: un estado que recoja los cambios en el patrimonio neto (ECPN) y un estado de flujos de efectivo (EFE). Este último no será obligatorio cuando puedan formularse balance y ECPN en modelo abreviado.

En el balance figurarán de forma separada el activo, el pasivo y el patrimonio neto, y en este último se diferenciarán, al menos, los fondos propios de las restantes partidas que lo integran. Del mismo modo, la cuenta de pérdidas y ganancias recogerá el resultado del ejercicio, separando debidamente los ingresos de los gastos imputables al mismo, y distinguiendo los resultados de explotación, de los que no lo sean.

El ECPN recogerá el registro de ciertos ingresos ocasionados por variaciones de valor derivadas de la aplicación del criterio del valor razonable, que, cuando se cumplan las circunstancias previstas para ello, revertirán a la cuenta de pérdidas y ganancias. El ECPN estará formado por dos

partes. La primera comprenderá el resultado del ejercicio (saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias), y los ingresos y gastos que deban imputarse directamente al patrimonio neto. La segunda recogerá las variaciones en el patrimonio neto de la empresa, incluidas las originadas por las transacciones con los socios o propietarios de la misma cuando actúen como tales.

El EFE pondrá de manifiesto, debidamente ordenados y agrupados por categorías o tipos de actividades, los cobros y los pagos realizados por la empresa, con el fin de informar acerca de los movimientos de efectivo producidos en el ejercicio. Por último, la memoria completará, ampliará y comentará la información contenida en los otros documentos que integran las cuentas anuales.

Por lo que atañe a los criterios de valoración, se matiza el alcance del principio de prudencia valorativa, que obligará a contabilizar solo los beneficios obtenidos hasta la fecha de cierre del ejercicio. No obstante, se deberán tener en cuenta todos los riesgos con origen en el ejercicio o en otro anterior, en cuyo caso se dará cumplida información en la memoria, sin perjuicio del reflejo que puedan originar en los otros documentos integrantes de las cuentas anuales.

Por su parte, los activos se contabilizarán por el precio de adquisición o por el coste de producción, y los pasivos, por el valor de la contrapartida recibida a cambio de incurrir en la deuda, más los intereses devengados pendientes de pago; las provisiones se contabilizarán por el valor actual de la mejor estimación del importe necesario para hacer frente a la obligación, en la fecha de cierre del balance. Asimismo, se recoge de forma expresa la obligación de valorar los elementos de las cuentas anuales en su moneda funcional, que es la moneda del entorno económico en el que opera la empresa. Sin embargo, la formulación y el depósito de las cuentas anuales deberán seguir realizándose en euros.

Al margen de la nueva redacción de los principios contables, uno de los aspectos fundamentales de la reforma consiste en incorporar en el Código de Comercio con carácter general, y junto a la regla valorativa del precio de adquisición, el criterio del valor razonable que contemplan las normas internacionales adoptadas, aunque su empleo queda de momento limitado a determinados instrumentos financieros.

Respecto a la obligación de formular cuentas anuales e informe de gestión consolidados, se sustituye el concepto de unidad de decisión como determinante de la obligación de consolidar, por el de aquellas situaciones en las que una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control sobre las demás. La principal novedad en relación con los aspectos valorativos inherentes a la consolidación es la valoración de los activos adquiridos, los pasivos asumidos y, en su caso, las provisiones en los términos que reglamentariamente se determinen por su valor razonable.

Requiere mención especial el nuevo tratamiento contable previsto para el fondo de comercio, que, conforme a las NIIF, no se amortiza, contabilizándose al cierre de cada ejercicio al coste menos cualquier pérdida acumulada por deterioro del valor. La Ley entró en vigor el 1 de enero de 2008 y se aplicará a los ejercicios que se inicien a partir de dicha fecha.

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE LA GESTIÓN DE ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA.—La *Orientación BCE/2007/6, del Banco Central Europeo, de 20 de julio de 2007* (DOUE de 28 de julio), modificó la Orientación BCE/2006/28, de 21 de diciembre de 2006, sobre la gestión de los activos exteriores de reserva del BCE por los BCN y la documentación jurídica requerida para las operaciones en dichos activos. En concreto, amplía la definición de jurisdicciones europeas en previsión del futuro ingreso de nuevos

Estados en el área euro, siendo de aplicación a los Estados miembros que ya han adoptado el euro de conformidad con el Tratado, más Dinamarca, Suecia, Suiza y Reino Unido (Inglaterra y Gales solamente). Además, dentro de las operaciones con derivados en mercados no organizados que se realicen con activos exteriores de reserva del BCE, se añade la posibilidad de utilizar los *swaps* de tipos de interés, siempre y cuando el riesgo se cubra con activos de garantía. La Orientación entró en vigor el pasado 27 de julio.

COMERCIALIZACIÓN A DISTANCIA DE SERVICIOS FINANCIEROS.—Se publicó la *Ley 22/2007, de 11 de julio* (BOE del 12), sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, que tiene como objeto completar la incorporación al ordenamiento jurídico español de la Directiva 2002/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores.

El objeto esencial de esta Ley, que entró en vigor el pasado 12 de octubre, es la protección de los consumidores, atendiendo siempre a su potencial mayor vulnerabilidad ante la comercialización de servicios financieros sin presencia física, de forma que se establece un régimen riguroso en cuanto a la información que deben recibir aquellos antes de la celebración del contrato.

Establece un régimen muy detallado de información previa que habrá de aplicarse a los contratos con consumidores de servicios financieros prestados, negociados y celebrados a distancia, sin perjuicio de la aplicación de la normativa general sobre servicios de la sociedad de la información y comercio electrónico que contiene la Ley 34/2002.

Los consumidores de los servicios financieros prestados a distancia no podrán renunciar a los derechos que se les reconoce en la Ley. Dicha renuncia es nula, siendo asimismo nulos los actos realizados en fraude de esta Ley, conforme a lo previsto en el Código Civil.

Se regula el derecho de desistimiento, en virtud del cual el cliente puede rescindir el contrato firmado en un plazo de 14 días naturales, sin indicación de los motivos y sin penalización alguna. Este plazo será de 30 días naturales para los contratos relacionados con seguros de vida. Pero, dada la naturaleza de muchos servicios financieros, este derecho no se podrá ejercitar en determinados casos que se recogen en la norma. También ofrece otras garantías complementarias a los consumidores, como es la protección contra el uso fraudulento de las tarjetas de pago cuando fueran utilizadas para el pago de servicios financieros o indebidamente utilizando el número de una tarjeta de este tipo, en cuyo caso su titular podrá exigir la inmediata anulación del cargo, de forma que las correspondientes anotaciones de adeudo y reabono en las cuentas del proveedor y del titular se efectuarán a la mayor brevedad. Igualmente, en lo concerniente a servicios y comunicaciones no solicitados, no se podrán prestar, incluso en el supuesto de renovación tácita de un contrato a distancia, sin la solicitud previa del consumidor.

Finalmente, la Ley asegura la necesaria defensa judicial para el consumidor y promueve el uso de la reclamación extrajudicial, cuando la requiera el consumidor. A tal efecto, corresponderá al proveedor la carga de la prueba del cumplimiento de las obligaciones que le incumban al amparo de esta Ley, en materia de información al consumidor, así como del consentimiento de este para la celebración del contrato y, cuando proceda, para su ejecución.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: MODIFICACIONES DE LOS REQUERIMIENTOS DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA.—La *CCNMV 1/2007, de 11 de julio* (BOE del 26), de la CNMV, sobre requerimientos de información estadística a las instituciones de inversión co-

lectiva (en adelante, IIC) de la Unión Europea, modificó parcialmente la Circular 2/1998, de 27 de julio, para incorporar las novedades introducidas por el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, así como para ampliar las exigencias de información para recoger los datos referidos a los Estados que se incorporaron a la Unión Europea el 1 de mayo de 2004, y los incorporados a la Unión Económica y Monetaria el pasado 1 de enero.

Uno de los aspectos más relevantes de la Circular es que, tras la desaparición de la categoría legal de FIAMM, las IIC cuya política de inversión o vocación sea de carácter monetario, tal como se define en la Circular, se considerarán incluidas, junto con las entidades de crédito, dentro de la lista de instituciones financieras monetarias (IFM) publicada por el BCE, por lo que deberán cumplir los requerimientos exigidos por este Organismo. La Circular entró en vigor el pasado 31 de diciembre.

EJERCICIO DE DETERMINADOS DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS DE SOCIEDADES COTIZADAS.—Se publicó la *Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007* (DOUE del 14), sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, con el fin de consolidar sus derechos, en especial, a través de la ampliación de las normas sobre transparencia, los derechos de voto mediante representación, la posibilidad de participar en juntas generales por medios electrónicos y el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto.

Los Estados miembros velarán para que las sociedades anuncien la convocatoria de la junta general a través de medios de comunicación de los que quepa razonablemente esperar una difusión efectiva de la información al público, y, al menos, 21 días antes de la fecha fijada para su celebración. También podrán establecer que, cuando la sociedad ofrezca a los accionistas la posibilidad de votar por medios electrónicos accesibles a todos ellos, la junta general pueda decidir anunciar las convocatorias de las juntas generales distintas de las anuales, al menos, con 14 días de antelación.

Por otro lado, los Estados miembros se asegurarán de que los accionistas que posean una participación mínima de, al menos, el 5% del capital social, actuando de forma individual o colectiva, tengan derecho a incluir puntos en el orden del día de la junta general, siempre que estos vayan acompañados de una justificación o de un proyecto de resolución que se presente para adopción a la junta general, y a presentar proyectos de resolución sobre puntos ya incluidos o que deban incluirse en el orden del día de la junta general.

El uso de medios electrónicos para participar en las juntas generales solo podrá supeditarse a los requisitos y restricciones necesarios que garanticen la verificación de la identidad de los accionistas y la seguridad de las comunicaciones electrónicas, y únicamente en la medida en que resulten proporcionados para alcanzar dichos objetivos. Respecto al voto mediante representación, los Estados miembros permitirán que los accionistas nombren representante por vía electrónica, y que las sociedades acepten por vía electrónica la notificación del nombramiento, velando por que todas las compañías ofrezcan a sus accionistas, al menos, un método efectivo de notificación por esta vía.

Los Estados miembros adoptarán las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a la presente Directiva, a más tardar, el 3 de agosto de 2009.

MODIFICACIÓN DE LA LEY DE ORDENACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LOS SEGUROS PRIVADOS EN MATERIA DE SUPERVISIÓN DEL REASEGURO.—La *Ley 13/2007, de 2 de julio*

(BOE de 3 de julio), modificó el texto refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por el Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, en materia de supervisión del reaseguro, con el fin de transponer la Directiva 2005/68/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2005, al derecho español.

La Ley delimita las entidades que pueden aceptar operaciones de reaseguro, el acceso a la actividad de las entidades reaseguradoras españolas, las condiciones para el ejercicio de la actividad, y la intervención y supervisión de entidades. Asimismo, conforme a la Directiva 2005/68/CE, se extiende a las entidades reaseguradoras denominadas *cautivas*, en sus distintas modalidades, y cuyo objeto es proporcionar cobertura de reaseguro exclusivamente a los riesgos de las sociedades a las que pertenecen.

Por otro lado, se regula de forma separada la actividad en España de las entidades reaseguradoras domiciliadas en otros países miembros del Espacio Económico Europeo, de aquella otra acometida por instituciones domiciliadas en terceros países. Asimismo, se modifican también algunos artículos relativos a la actividad de las entidades de seguro directo, como los referentes a las provisiones técnicas y al fondo de garantía.

Finalmente, se incorporan al texto refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados las precisiones que sobre cesión de datos entre aseguradoras y reaseguradoras introdujo la Ley 26/2006, de mediación, y se prevé el modo en que se aplicará la normativa a las entidades reaseguradoras que ya estuvieran autorizadas antes de la entrada en vigor de la Ley 13/2007, que fue el pasado 9 de diciembre.

FINANCIACIÓN DE LOS PARTIDOS POLÍTICOS.—Se publicó la *Ley Orgánica 8/2007, de 4 de julio* (BOE del 5), que deroga la Ley Orgánica 3/1987, de 2 de julio, sobre financiación de los partidos políticos. La Ley establece un sistema mixto, que recoge, por una parte, los recursos procedentes de la financiación pública en proporción a su representatividad, y, por otra, los procedentes de la financiación privada. Desde el punto de vista financiero, cabe reseñar la norma transitoria que establece la obligación de dar cuenta al Tribunal de Cuentas y al Banco de España de los acuerdos a los que puedan llegar con las entidades de crédito respecto de las condiciones de la deuda que mantengan con dichas instituciones a la entrada en vigor de la Ley. Dichos acuerdos serán los admitidos según los usos y costumbres del tráfico mercantil habitual entre las partes.

DEFENSA DE LA COMPETENCIA.—Se promulgó la *Ley 15/2007, de 3 de julio* (BOE del 4), de defensa de la competencia, que deroga la Ley 16/1989, de 17 de julio, de defensa de la competencia. Esta norma, que entró en vigor el pasado 1 de septiembre, tiene por objeto reforzar los mecanismos ya existentes, y dotarlos de unos determinados instrumentos y de una estructura institucional para proteger la competencia efectiva en los mercados, teniendo en cuenta el nuevo sistema normativo comunitario y las competencias de las Comunidades Autónomas en este ámbito.

Una de las principales novedades de la Ley es la creación en el ámbito estatal de una institución única e independiente del gobierno, la *Comisión Nacional de la Competencia* (en adelante, CNC), que integrará a los actuales Servicio y Tribunal de Defensa de la Competencia, que desaparecen. La CNC es el órgano encargado de aplicar esta Ley, y de promover y proteger el mantenimiento de una competencia efectiva en todos los sectores productivos y en todo el territorio nacional. Sus funciones son tanto instructoras, resolutorias y de arbitraje como consultivas y de promoción y armonización de la defensa de la competencia en los mercados.

AGOSTO 2007

No hubo regulación financiera relevante.

SEPTIEMBRE 2007

NORMAS DE PROCEDIMIENTO Y CRITERIOS DE EVALUACIÓN APLICABLES EN LAS ADQUISICIONES E INCREMENTOS DE PARTICIPACIONES EN EL SECTOR FINANCIERO.—Se publicó la Directiva 2007/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de septiembre de 2007 (DOUE del 21), por la que se modifican varias directivas comunitarias en lo que atañe a las normas de procedimiento y los criterios de evaluación aplicables a las adquisiciones e incrementos de participaciones en el sector financiero. Su finalidad es clarificar tales criterios y procedimientos, dotar de homogeneidad a los mismos, así como aportar la seguridad jurídica, claridad y previsibilidad necesarias en lo que respecta al proceso de evaluación y su resultado.

Otro de los objetivos básicos de esta norma es el de armonizar el procedimiento y las evaluaciones cautelares en toda la Unión Europea sin que los Estados miembros establezcan pautas más estrictas que las establecidas en esta norma, dado que cada vez es más habitual que las estructuras de los grupos financieros puedan abarcar a varios Estados miembros. Estos deberán establecer que toda persona física o jurídica que, por sí sola o en concertación con otras (en lo sucesivo, el adquirente propuesto), haya decidido adquirir, directa o indirectamente, una participación cualificada en una entidad financiera o la haya incrementado de tal manera que la proporción de derechos de voto o de capital poseída sea igual o superior al 20%, 30% o 50%, o que la entidad financiera pase a ser su filial (en lo sucesivo, la adquisición propuesta), lo notifique previamente a las autoridades competentes de la entidad en la que se proponga adquirir o incrementar una participación cualificada, indicando la cuantía de la participación prevista y la información pertinente que se detalla en la Directiva.

Las autoridades competentes dispondrán de un plazo máximo de 60 días hábiles para llevar a cabo la evaluación, que consiste, básicamente, en verificar la idoneidad del adquirente propuesto y la solidez financiera de la adquisición propuesta, de acuerdo con los criterios fijados en la Directiva. Una vez finalizada la evaluación, si las autoridades competentes decidieran plantear objeciones a la adquisición propuesta, informarán de ello al adquirente propuesto, motivando su decisión, sin que, en ningún caso, pueda sobrepasarse el plazo de evaluación.

Los Estados miembros pondrán a disposición pública una lista en la que se indique la información que será necesaria para realizar la evaluación, y que se facilitará a las autoridades competentes en el momento de la notificación. Por su parte, las distintas autoridades competentes deberán trabajar en estrecha cooperación cuando se trate de verificar la idoneidad de un adquirente propuesto que sea una entidad regulada autorizada en otro Estado miembro o en otro ámbito de actividad. En cualquier caso, la responsabilidad de la decisión definitiva sobre la evaluación cautelar sigue recayendo en la autoridad competente responsable de la supervisión de la entidad en la que se propone la adquisición.

Por último, los Estados miembros pondrán en vigor antes del 21 de marzo de 2009 las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente Directiva, de lo que informarán a la Comisión.

INSTRUMENTOS Y PROCEDIMIENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA.—Se publicó la *Orientación BCE/2007/10, del Banco Central Europeo,* de 20 de septiembre de 2007 (DOUE de 30 de octubre), por la que se modifican los anexos I y II de la Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, con el fin de incorporar las decisiones adoptadas recientemente por el Consejo de Gobierno del BCE.

Se recogen los cambios recientemente introducidos en la definición y ejecución de la política monetaria única del Eurosistema, que se refieren, entre otras cosas, a la exclusión de las operaciones simples de la lista de operaciones de ajuste y a los cambios relacionados con los activos admitidos como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. En segundo lugar, se adapta la terminología según lo establecido en la Orientación BCE/2007/2, de 26 de abril, sobre el sistema automatizado europeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real, por la que se establece el sistema TARGET2, que sustituye al sistema TARGET actual.

Finalmente, se incorporan algunas modificaciones derivadas de la ampliación de la zona del euro, dado que el Consejo de Gobierno determinó el cumplimiento por parte de Chipre y Malta de las condiciones necesarias para la adopción del euro el 1 de enero de 2008. Los dos primeros apartados entraron en vigor el 19 de noviembre de 2007, y el último, el pasado 1 de enero de 2008.

BANCO DE ESPAÑA: MODIFICACIÓN DE LAS CLÁUSULAS GENERALES APLICABLES A LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA, Y LAS RELATIVAS A LA PARTICIPACIÓN EN TARGET.—Se publicaron la *Resolución de 21 de septiembre de 2007* (BOE de 14 de noviembre) y la *Resolución de 20 de julio de 2007* (BOE de 20 de diciembre), ambas de la Comisión Ejecutiva del Banco de España. La primera modifica la Resolución de 11 de diciembre de 1998, relativa a las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria del Banco de España, y la segunda aprueba las cláusulas generales relativas a las condiciones uniformes de participación en TARGET2-BE, con el objetivo de adaptar la terminología de dichas cláusulas al nuevo TARGET, que se denominará TARGET2-Banco de España (TARGET2-BE).

Por razones técnicas, se adapta toda la terminología del clausulado al nuevo TARGET, por lo que las referencias realizadas al Sistema de Liquidación del Banco de España (SLBE) se sustituyen por TARGET2-BE. Asimismo, se introduce la posibilidad de que el Banco de España comparta información de carácter individual relativa a la participación de las entidades de contrapartida en las operaciones del Eurosistema (por ejemplo, datos operativos), con los restantes miembros del Eurosistema, siempre que ello sea necesario para la ejecución de la política monetaria. No obstante, la información así compartida seguirá protegida por la obligación del secreto profesional.

Finalmente, se aprovecha la Resolución de 21 de septiembre para actualizar el resto del clausulado con otras modificaciones de menor entidad, que, al amparo de la Documentación General del Eurosistema, ya se venían aplicando en las operaciones de política monetaria.

OCTUBRE 2007

REQUISITOS DE TRANSPARENCIA RELATIVOS A LA INFORMACIÓN SOBRE LAS SOCIEDADES COTIZADAS.—Se publicó el *Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre* (BOE del 20), por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, reformada por la Ley 6/2007, de 12 de abril, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea. Con esta norma culmina la incorporación al derecho español del régimen comunitario de transparencia de la información de las sociedades cotizadas.

La norma, entre otros aspectos, precisa los elementos que integran la información regulada sobre las sociedades cotizadas, establece la obligación del emisor de difundirla, incluso publicarla en su sitio web, así como de remitirla simultáneamente a la CNMV. El emisor podrá optar

por difundirla directamente o por encomendar esa función a un tercero, que puede ser la propia CNMV u otros medios, como las bolsas de valores o los medios de comunicación.

La información regulada incluye la información periódica (anual, semestral y, en el caso de los emisores de acciones cotizadas, la declaración intermedia de gestión de carácter trimestral), la relativa a las participaciones significativas y a las operaciones de los emisores sobre sus propias acciones, la relativa al número total de derechos de voto y de capital al término de cada mes natural en el que se haya producido un incremento o disminución, y los hechos relevantes. Respecto a la confección y difusión de la información periódica, se concretan diversas cuestiones, como el contenido, el plazo de remisión, los principios contables aplicables y la responsabilidad derivada de su elaboración y publicación, así como las condiciones para considerar equivalentes a las normas españolas, las normas relativas a la información pública periódica de sociedades que coticen en España y tengan su domicilio social en un tercer país no miembro de la Unión Europea.

Por otro lado, el Real Decreto desarrolla las obligaciones de información sobre participaciones significativas y autocartera reguladas en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y precisa diversos aspectos relacionados con esta obligación, como son los porcentajes de derechos de voto que tienen la consideración de participación significativa, y la obligación de notificar al emisor y a la CNMV la proporción de derechos de voto que quede en su poder cuando alcance, supere o se reduzca por debajo de ciertos umbrales de participación. También se especifican las personas distintas del accionista (terceros que tengan la posibilidad de ejercer los derechos de voto atribuidos por dichas acciones), las excepciones a la obligación de notificar, los plazos para realizar la notificación y el contenido de la misma.

Otra novedad de la norma es que concreta determinadas obligaciones de comunicación del emisor de acciones admitidas a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea para el que España sea Estado de origen, respecto a las acciones propias que posea (autocartera), como son el porcentaje de derechos de voto que obliga a comunicar y el contenido de la comunicación.

Finalmente, se establecen otras obligaciones de información de los emisores, a fin de facilitar a los accionistas y a los tenedores de deuda toda la información y todos los mecanismos necesarios para que puedan ejercer sus derechos.

NOVIEMBRE 2007

MODIFICACIONES RELATIVAS AL BALANCE CONSOLIDADO DEL SECTOR DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS.—El *Reglamento 1489/2007 (BCE/2007/18), del Banco Central Europeo, de 29 de noviembre* (DOUE de 15 de diciembre), modificó el Reglamento 2423/2001 (BCE/2001/13), de 22 de noviembre, relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias (en adelante, IFM), como consecuencia del ingreso de nuevos Estados miembros en la Unión Europea, por lo que, a partir de su entrada en vigor (el 4 de enero de 2008), las IFM deberán continuar presentando los datos estadísticos trimestrales detallados por países y por monedas, así como las posiciones frente a las contrapartidas residentes en los territorios de la Unión Europea, pero teniendo en cuenta el ingreso de los nuevos Estados. Por otro lado, los BCN podrán eximir de las obligaciones de suministrar una información completa a las IFM de tamaño reducido que no sean entidades de crédito, aunque deberán continuar, como mínimo, recogiendo datos relativos al balance total con periodicidad anual, de manera que pueda hacerse un seguimiento por parte de las autoridades competentes como entidades de tamaño reducido. También podrán eximir de las obligaciones de información estadística a las entidades de dinero electrónico que cumplan

ciertas condiciones. Finalmente, se aclaran los casos en que las acciones emitidas por IFM deben clasificarse como depósitos y no como capital y reservas.

BANCO CENTRAL EUROPEO: RESERVAS MÍNIMAS DESPUÉS DE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO EN CHIPRE Y MALTA.—Se publicó el *Reglamento BCE/2007/11, del Banco Central Europeo, de 9 de noviembre de 2007* (DOUE del 17), relativo a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por parte del BCE después de la introducción del euro en Chipre y Malta. Las entidades situadas en Chipre o Malta estuvieron sujetas a un período de mantenimiento transitorio comprendido entre el 1 y el 15 de enero de 2008. La base de reservas para este período se estableció de acuerdo con los elementos de su balance a 31 de octubre de 2007 y se comunicó a sus bancos centrales, de acuerdo con las normas de información sobre estadísticas monetarias y financieras del BCE.

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS Y LIMITACIONES A LA ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO POR RAZONES DE SOLVENCIA.—La *Ley 36/2007, de 16 de noviembre* (BOE del 17), modificó el título II de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero, con el fin de transponer parcialmente la Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo, al ordenamiento jurídico español.

En lo que concierne a los requerimientos mínimos de recursos propios de las entidades de crédito, se establecen las orientaciones generales previas al desarrollo reglamentario, incluyendo en el propio texto legal un abanico más extenso de riesgos que se deben considerar, conforme a los métodos de cálculo que se establecerán reglamentariamente.

Como novedad, se permite la utilización de calificaciones externas de crédito para algunos de dichos métodos, efectuadas por empresas reconocidas por el Banco de España, de acuerdo con los criterios que establezca para ello y valorando, en todo caso, la objetividad, independencia, transparencia y continua revisión de la metodología aplicada. Asimismo, será exigible la autorización del Banco de España, en las condiciones que este determine, para utilizar para esos mismos fines las calificaciones internas de crédito o métodos internos de medición del riesgo operacional y del riesgo de mercado desarrollados por las propias entidades.

Por otra parte, se hace mención de las obligaciones del propio Banco de España en su condición de autoridad responsable de la supervisión de las entidades de crédito y sus grupos consolidables, y se concretan las obligaciones de información y divulgación al público por parte de las entidades de crédito.

Asimismo, se otorgan al Banco de España nuevas facultades ejecutivas que le servirán para ejercer su labor de disciplina en el cumplimiento de las obligaciones de solvencia por parte de las entidades de crédito, como, por ejemplo, obligar a las entidades de crédito a mantener recursos propios adicionales a los exigidos con carácter mínimo en determinadas circunstancias; exigir a las entidades de crédito que refuercen los procedimientos, mecanismos y estrategias adoptados para el cumplimiento de dichas exigencias, o restringir o limitar los negocios, las operaciones o la red de las entidades.

Finalmente, la Ley aprovecha para modificar el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas, y la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito. En el primer caso, para concretar los términos que regirán el intercambio

de información entre autoridades competentes en el marco de la supervisión en base consolidada. En el segundo, con el objetivo de ajustar las obligaciones de las entidades de crédito, como contar con una estructura organizativa adecuada, con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes, o la exigencia de dotarse de sólidos procedimientos de gobierno corporativo.

NUEVO PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD.—Se publicaron el *Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre* (BOE del 20), por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad (en adelante, PGC), y el *Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre* (BOE del 20), por el que se aprueba el PGC de PYME y los criterios contables específicos para las microempresas, conforme a la habilitación otorgada al Gobierno por la Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea.

El PGC, que entró en vigor el pasado 1 de enero, se estructura en cinco partes, que van precedidas de una introducción, en la que se explican las características fundamentales del Plan General y sus principales diferencias con el PGC de 1990, aprobado por Real Decreto 1643/1990, de 20 de diciembre, que ahora se deroga, aunque en su redacción se ha seguido la técnica empleada en dicha norma, incidiendo en su componente explicativo, con la finalidad de facilitar su aplicación, dada la incorporación al mismo de transacciones, elementos patrimoniales y criterios contables nuevos.

Por su parte, el PGC de PYME, cuya estructura es similar a la del PGC, lo podrán aplicar todas las empresas, cualquiera que sea su forma jurídica, individual o societaria, que durante dos ejercicios consecutivos reúnan, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, al menos dos de las circunstancias siguientes: a) que el total de las partidas del activo no supere los 2.850.000 euros; b) que el importe neto de su cifra anual de negocios no supere los 5.700.000 euros, y c) que el número medio de trabajadores empleados durante el ejercicio no sea superior a 50.

Finalmente, se desarrolla la disposición final primera de la Ley 16/2007, que establecía la aprobación mediante desarrollo reglamentario de unos criterios simplificados y específicos aplicables a las microempresas (PYME de muy reducida dimensión). A tal efecto, dentro del PGC de PYME, se recogen las especiales circunstancias que han de cumplir las PYME para que puedan optar por la aplicación de dichos criterios contables.

DIRECTIVA SOBRE SERVICIOS DE PAGO EN EL MERCADO INTERIOR.—Se publicó la *Directiva 2007/64/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007* (DOUE de 5 de diciembre), sobre servicios de pago en el mercado interior, por la que se modifican las directivas 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE y 2006/48/CE, y por la que se deroga la Directiva 97/5/CE, con el fin de establecer un marco jurídico homogéneo que garantice la coordinación de las disposiciones nacionales en materia de requisitos prudenciales, acceso al mercado de los nuevos proveedores de servicios de pago, requisitos de información y derechos y obligaciones respectivos de los usuarios y proveedores de estos servicios.

La Directiva se aplicará a los servicios de pago dentro de la Unión Europea, aunque establece determinadas exenciones. Dichos servicios están relacionados en el anejo de la Directiva, entre los que cabe reseñar los siguientes: servicios que permiten el depósito o la retirada de efectivo en una cuenta de pago y todas las operaciones necesarias para la gestión de una cuenta de pago; ejecución de operaciones de pago, incluida la transferencia de fondos, a través de una cuenta de pago en el proveedor de servicios de pago del usuario u otro proveedor de servicios de pago; emisión y/o adquisición de instrumentos de pago; envío de dinero;

y ejecución de operaciones de pago en las que se transmita el consentimiento del ordenante a ejecutar una operación de pago mediante dispositivos de telecomunicación, digitales o informáticos, y se realice el pago al operador de la red o sistema de telecomunicación o informático, que actúa únicamente como intermediario entre el usuario del servicio de pago y el prestador de bienes y servicios.

La Directiva fija, por un lado, las normas con arreglo a las cuales los Estados miembros distinguirán las seis categorías de proveedores de servicios de pago: las entidades de crédito; las entidades de dinero electrónico; las instituciones de giro postal facultadas en virtud de la legislación nacional para prestar servicios de pago; las entidades de pago propiamente dichas reguladas en la Directiva; el BCE y los BCN, cuando no actúen en su condición de autoridad monetaria u otras autoridades públicas, y los Estados miembros y sus autoridades regionales y locales, cuando no actúen en su condición de autoridades públicas. No podrá haber otros proveedores profesionales de servicios de pago. Por otro lado, establece los requisitos de transparencia y de información, así como los derechos y obligaciones respectivos de los usuarios y de los proveedores de servicios de pago en relación con la prestación de dichos servicios con carácter de profesión u ocupación habitual.

En cuanto a las entidades de pago reguladas en la Directiva, se reseñan los elementos que necesitan para obtener la autorización necesaria para el ejercicio de su actividad (programa de actividades, capitales iniciales, descripción de los métodos de gestión empresarial y de los mecanismos de control interno, etc.), así como los casos en los que las autoridades competentes podrán revocar dicha autorización. También se establece la exigencia de mantener permanentemente unos fondos propios mínimos calculados con arreglo a uno de los tres métodos reseñados en la norma.

Otro aspecto importante de la Directiva hace referencia a los derechos y obligaciones en la prestación y utilización de servicios; a este respecto, los Estados miembros podrán disponer que se apliquen no solo a los consumidores, sino también a las microempresas. Finalmente, dichos Estados pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente Directiva, antes del 1 de noviembre de 2009.

DICIEMBRE 2007

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DEL MERCADO HIPOTECARIO, REGULACIÓN DE LAS HIPOTECAS INVERSAS Y EL SEGURO DE DEPENDENCIA.—Se publicó la *Ley 41/2007, de 7 de diciembre* (BOE del 8), por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia. Las dos líneas básicas de actuación son las siguientes: la eliminación de los obstáculos a la oferta de nuevos productos, así como el incentivo a las denominadas hipotecas inversas, y la introducción de mejoras técnicas en los instrumentos de financiación.

En relación con la transparencia en la contratación de préstamos hipotecarios, se habilita al ministro de Economía y Hacienda para que pueda determinar la información mínima que las entidades de crédito deben facilitar a sus clientes con anterioridad a la firma de cualquier contrato. Este precontrato deberá permitir al cliente conocer las características esenciales de los productos sobre los que puede contratar, y evaluar si tales productos se ajustan a sus necesidades y a su situación financiera. Además, se extienden a todo tipo de hipotecas con personas físicas las obligaciones de información vigentes. En las subrogaciones y novaciones de créditos o préstamos hipotecarios, se amplían los supuestos de modificación de las escrituras públicas de subrogación o novación de préstamos hipotecarios.

El segundo ámbito de modernización que aborda la Ley corresponde a los mecanismos de refinanciación de las entidades de crédito a través de la emisión de cédulas hipotecarias y bonos hipotecarios. Las mejoras técnicas introducidas se enfocan en dos líneas: la eliminación de obstáculos administrativos que pesaban especialmente sobre la figura de los bonos hipotecarios, y la autorización de una mayor sofisticación desde el punto de vista financiero de las emisiones de cédulas y bonos hipotecarios.

Respecto de las entidades de tasación, la Ley aborda tres áreas de actuación: se establece que, en determinados casos, dichas entidades deberán disponer de mecanismos adecuados para favorecer su independencia y evitar conflictos de interés; se modifica el régimen sancionador de las entidades de tasación, y se fija un régimen de participaciones significativas, similar al previsto para las entidades de crédito, que permitirá controlar la composición del accionariado.

Otra de las novedades de la Ley es la regulación de la hipoteca inversa, que consiste en un préstamo o crédito hipotecario formalizado mediante hipoteca sobre un bien inmueble que constituya la vivienda habitual del solicitante, y siempre que se cumplan determinados requisitos. La hipoteca inversa solo podrá ser concedida por las entidades de crédito y por las entidades aseguradoras autorizadas para operar en España, sin perjuicio de los límites, requisitos o condiciones que, a las entidades aseguradoras, imponga su normativa sectorial. Las escrituras públicas que documenten estas operaciones estarán exentas del impuesto sobre transmisiones y actos jurídicos documentados. Al igual que para el resto de los préstamos hipotecarios, para el cálculo de los honorarios notariales de las escrituras de constitución, subrogación, novación modificativa y cancelación se aplicarán los aranceles correspondientes a los documentos sin cuantía, y para el cálculo de los honorarios registrales se aplicarán los aranceles correspondientes a inscripciones, tomando como base la cifra del capital pendiente de amortizar, con una reducción del 90%.

Finalmente, en relación con el seguro de dependencia, se incorpora la regulación de los instrumentos privados para la cobertura de la dependencia, que podrá articularse, bien a través de un contrato de seguro suscrito con entidades aseguradoras, incluidas las mutualidades de previsión social, o bien a través de un plan de pensiones.

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DEL MERCADO DE VALORES.—La *Ley 47/2007, de 19 de diciembre* (BOE del 20), modificó la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, con objeto de incorporar al ordenamiento jurídico español la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, y determinados aspectos de las directivas 2006/73/CE, de la Comisión, de 10 de agosto, y 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio.

Los principales objetivos de la reforma son los siguientes: en primer lugar, se modernizan los mercados de valores españoles para adaptarlos a las necesidades actuales, para lo cual la Ley introduce nuevos tipos de empresas de servicios de inversión (ESI), amplía el catálogo de servicios de inversión que pueden prestar, extiende la gama de instrumentos financieros negociables, y reconoce distintos sistemas o métodos para la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros, frente a los tradicionales mercados secundarios. En segundo lugar, se refuerzan las medidas dirigidas a la protección de los inversores, reconociendo la necesidad de diferenciar entre distintos tipos de inversores en función de sus conocimientos. En tercer lugar, se adaptan los requisitos de organización exigibles a las entidades que presten servicios de inversión para garantizar que su organización se adecua a la compleja gama de servicios que ofrecen. Asimismo, en cuanto a los requisitos financieros, las entidades se

han de adaptar a las nuevas formas de gestión de riesgos en materia de solvencia. Por último, se modifican las potestades supervisoras de la CNMV, potenciando los instrumentos y mecanismos para fomentar la cooperación, nacional e internacional, entre supervisores.

Mercados secundarios oficiales de valores

Como novedad, se establece la ruptura del principio de exclusividad de la negociación de acciones en las bolsas de valores. De este modo, cada mercado regulado decidirá sobre los instrumentos financieros que se pueden negociar en su ámbito, siempre que se cumplan los requisitos legales establecidos. Además, la Ley reconoce y regula los sistemas multilaterales de negociación (en adelante, SMN) y la internacionalización sistemática de órdenes como sistemas de negociación de instrumentos financieros, a fin de fomentar la competencia entre las distintas formas de ejecutar operaciones.

Por otro lado, se establece un nuevo régimen para la suspensión y exclusión de la negociación de instrumentos financieros. Así, al tiempo que se mantiene la competencia de la CNMV para adoptar estas decisiones en términos similares a los hasta ahora existentes, se añade la competencia de la sociedad rectora del mercado secundario oficial, que podrá acordar la suspensión y exclusión de un instrumento financiero que incumpla las normas de negociación establecidas en el reglamento del mercado, salvo cuando tal decisión pueda causar perjuicios graves a los intereses de los inversores o del mercado.

La Ley regula un nuevo régimen de transparencia para las acciones negociadas en los mercados secundarios oficiales, con objeto de que el mercado esté suficientemente informado tanto de las operaciones posibles en cada momento como de las operaciones ya realizadas. En definitiva, se trata de establecer un régimen de transparencia anterior y posterior a la conclusión de operaciones sobre acciones en los mercados secundarios oficiales. Este régimen de transparencia se completa con el exigido a los SMN y a los internalizadores sistemáticos en la negociación de tales acciones.

Sistemas multilaterales de negociación

Se regulan por primera vez los SMN, que no tienen la consideración de mercados regulados. Los SMN son sistemas operados por una empresa de servicios de inversión, por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial o por la entidad constituida al efecto por una o varias sociedades rectoras, que ha de tener como objeto social exclusivo la gestión del sistema y que ha de estar participada al 100% por una o varias sociedades rectoras. Estos sistemas reúnen, conforme a sus normas no discrecionales, los intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros, para dar lugar a contratos.

La creación de un SMN será libre, con sujeción al régimen de verificación previa y supervisión por parte de la CNMV. Estos sistemas estarán regidos por una entidad rectora, que será responsable de su organización y funcionamiento internos, y será titular de los medios necesarios para gestionar el mercado. La supervisión de los SMN corresponde a sus entidades rectoras, que deberán comunicar a la CNMV todo incumplimiento significativo de sus normas o todo abuso de mercado.

Las entidades rectoras de un SMN español podrán establecer mecanismos apropiados para facilitar el acceso y la utilización a distancia de sus sistemas a usuarios o miembros establecidos en el territorio de otros Estados miembros. Igualmente, las entidades rectoras de un SMN de otros Estados miembros de la Unión Europea podrán establecer en territorio español me-

canismos similares para facilitar el acceso y la utilización a distancia de sus sistemas a usuarios o miembros establecidos en territorio español. En ambos casos, se necesitará realizar la previa comunicación a las autoridades competentes respectivas.

La internalización sistemática

Otra novedad es la internalización sistemática, que, en realidad, es una tercera forma alternativa de negociar instrumentos financieros, al margen de los mercados regulados y de los SMN. La Ley establece las normas aplicables a las entidades de crédito y ESI que ejecuten, por cuenta propia, órdenes de clientes sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados, siempre que esta actuación se desarrolle de forma organizada, frecuente y sistemática, y que se refiera a órdenes cuyo importe sea igual o inferior al volumen estándar del mercado que corresponda al valor. También establece una serie de reglas y obligaciones para los internalizadores sistemáticos. Además, deberán hacer públicos el volumen y el precio de sus transacciones realizadas fuera de mercados regulados o de los SMN sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados, y la hora en que se hayan concluido. Esta información se hará pública lo antes posible, de una manera fácilmente accesible y en condiciones razonables para los interesados.

Compensación y liquidación de las operaciones

La Ley establece la libertad tanto para los mercados regulados como para los SMN de poder elegir un sistema de compensación y liquidación de otro Estado miembro de la Unión Europea. De este modo se amplía el objeto social de la Sociedad de Sistemas, para permitirle realizar la compensación y la liquidación de las operaciones negociadas en mercados regulados y SMN de otros Estados miembros de la Unión Europea. Además, se permite a los mercados secundarios oficiales y a los SMN españoles celebrar acuerdos con entidades de otros Estados miembros de la Unión Europea para encomendarles la compensación y liquidación de las operaciones. Estos acuerdos deberán ser aprobados por la CNMV, que podrá oponerse a los mismos cuando puedan menoscabar el funcionamiento ordenado del mercado o del SMN español.

Asimismo, se establece la libertad de los miembros de los mercados secundarios oficiales y de los SMN para designar el sistema de liquidación de las operaciones que realicen en ese mercado o sistema con arreglo a una serie de condiciones y con independencia del sistema de liquidación del mercado secundario oficial o del SMN.

Mercado de deuda pública en anotaciones

Cabe destacar que en la nueva Ley el mercado de deuda pública en anotaciones ya no tiene como objeto exclusivo la negociación de valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta emitidos por organismos o entidades públicas, sino que podrán negociarse en él otros instrumentos financieros, siempre que se ajusten al reglamento y a sus especificaciones técnicas.

El Banco de España continúa teniendo la consideración de organismo rector del mercado, aunque desaparece la Comisión Asesora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, y llevará los servicios financieros de los valores cuando así lo concierte con los emisores. El acceso a la condición de miembro del mercado, que hasta el momento requería la autorización del ministro de Economía y Hacienda a propuesta del Banco de España, se realizará ahora en iguales condiciones que en cualquier otro mercado.

Régimen de comunicación de las operaciones sobre instrumentos financieros

Otra de las novedades de la Ley es el régimen de comunicación de las ESI y de las entidades de crédito a la CNMV de todas las operaciones que hayan efectuado sobre instrumentos financieros, con independencia del mercado, sistema o mecanismo a través del que se hayan ejecutado. Esta obligación tiene por objeto facilitar, con la máxima celeridad y eficiencia, el cumplimiento por parte de la CNMV de sus labores de supervisión e inspección.

Esta labor de comunicación podrá ser realizada por la propia entidad, por un tercero que actúe en su nombre, por la sociedad rectora del mercado regulado, o entidad gestora del SMN a través del cual se haya realizado la operación, o bien por un sistema de casamiento de operaciones o de información aprobado por la CNMV. Adicionalmente, deberán facilitar a la CNMV, en la forma, detalle y plazos que se determinen reglamentariamente, la identidad de los clientes por cuenta de los cuales hayan ejecutado sus operaciones.

Empresas de servicios de inversión

Cabe destacar la ampliación del catálogo de servicios de inversión, con la aparición de dos novedades importantes: en primer lugar, el asesoramiento en materia de inversión, entendido como la realización de recomendaciones personalizadas a un cliente sobre instrumentos financieros. A tal efecto, se crea un nuevo tipo de empresa de servicios de inversión autorizada para realizar exclusivamente dicho servicio de asesoramiento: *la empresa de asesoramiento financiero.* Este servicio lo pueden prestar tanto personas físicas como personas jurídicas, con arreglo al régimen de autorización y funcionamiento establecido en la propia Ley. En segundo lugar, y en relación con los ya comentados SMN, aparece tipificada en la Ley como servicio financiero la gestión de los mismos. La inclusión de esta gestión dentro de los servicios de inversión implica que su realización queda reservada exclusivamente a las entidades debidamente autorizadas para prestar los servicios de inversión. Cuando la gestión del SMN sea realizada por sociedades rectoras de mercados secundarios oficiales o por entidades constituidas al efecto por una o varias sociedades rectoras, que han de tener como objeto social exclusivo la gestión del sistema, y que han de estar participadas al 100% por una o varias sociedades rectoras, tales sociedades deben cumplir los requisitos establecidos en la Ley para la autorización de ESI.

Por otro lado, la Ley es muy exhaustiva en cuanto a los requisitos de organización interna que han de cumplir las ESI, debido a que la Directiva 2004/39/CE otorga pasaporte comunitario a todas las ESI comunitarias, por lo que ha de garantizarse un adecuado nivel de armonización que permita la actuación de todas ellas en condiciones de igualdad y competencia. Por la misma razón, regula de forma pormenorizada la actuación transfronteriza de las entidades que prestan servicios de inversión.

Adicionalmente, se precisa y actualiza en la propia Ley la regulación relativa a la supervisión de la solvencia de las ESI y sus grupos consolidables, que continuará correspondiendo a la CNMV, al tiempo que se delimitan sus competencias sobre otras personas y entidades en cuanto a sus actuaciones relacionadas con el mercado de valores.

Protección de los inversores

Uno de los principios fundamentales de esta Ley es garantizar una adecuada protección de los inversores, para lo que se establece un importante catálogo de normas de conducta, que ha de ser respetado por todas las entidades que presten servicios de inversión. En concreto,

se distinguen tres categorías posibles de inversores: clientes minoristas, clientes profesionales y contrapartes elegibles, garantizándose el mayor grado de protección a los primeros.

La Ley entiende por clientes profesionales aquellos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos, e introduce una relación detallada de los mismos. Por exclusión, todos aquellos que no sean profesionales se considerarán clientes minoristas, quienes, no obstante, podrán solicitar, siempre que se cumplan determinadas condiciones, ser tratados como clientes profesionales.

Por su parte, entre los clientes profesionales tienen la consideración de contrapartes elegibles las siguientes entidades: las ESI, las entidades de crédito, las entidades aseguradoras, las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la legislación comunitaria o por el derecho nacional de un Estado miembro, los gobiernos nacionales y sus servicios, las comunidades autónomas y los organismos supranacionales. También tendrán dicha consideración los demás clientes profesionales que lo soliciten con carácter previo, así como las entidades de terceros países que estén sujetas a requisitos y condiciones equivalentes.

Las entidades que presten servicios de inversión deberán comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando de dichos intereses como si fueran propios. Asimismo, deberán mantenerlos, en todo momento, adecuadamente informados. La información, incluida la de carácter publicitario, deberá ser imparcial, clara y no engañosa.

Finalmente, la Ley establece, asimismo, determinadas obligaciones de prevención de conflictos de interés y de registro de contratos.

MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES.—El *Real Decreto 1684/2007, de 14 de diciembre* (BOE del 15), modificó el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones aprobado por el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, y el Reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios, aprobado por Real Decreto 1588/1999, de 15 de octubre.

La norma introduce cambios en varios ámbitos de la normativa de planes de pensiones: aspectos actuariales de los planes de pensiones, obligaciones de información a partícipes y beneficiarios, régimen de inversiones de los fondos de pensiones, normas relativas a las entidades gestoras en materia de control interno, y normas sobre registros administrativos relacionadas, especialmente, con las actividades transfronterizas.

Por otra parte, y como consecuencia de la creación de los planes de previsión social empresarial como nuevo instrumento de exteriorización de los compromisos por pensiones de las empresas con sus trabajadores, se establece una serie de adaptaciones tanto en la normativa de planes de pensiones como en la de instrumentación de compromisos por pensiones, para regular determinados aspectos de este nuevo instrumento de previsión complementaria empresarial.

Además, se regulan determinados aspectos esenciales de los planes de previsión social empresarial, como el régimen de información a los trabajadores asegurados y a sus representantes, y se delimitan aquellos aspectos de la normativa de exteriorización a través de seguros colectivos que resultan de aplicación a los planes de previsión social empresarial.

En lo relativo a la regulación de los aspectos actuariales de los planes de pensiones, se actualiza, sistematiza y delimita con mayor claridad la actividad profesional de los actuarios en sus diferentes ámbitos de intervención, y en especial en lo que afecta a las revisiones actuariales. Asimismo, se reducen las exigencias de reservas patrimoniales destinadas a constituir el margen de solvencia, para continuar en la línea de flexibilización de requisitos exigibles a los planes de pensiones.

Asimismo, se lleva a cabo toda una serie de desarrollos en materia de organización administrativa de la entidad gestora, procedimientos de control interno y gestión de riesgos, normas de conducta y reglas para garantizar la separación de la entidad gestora de la depositaria, todo ello en clara sintonía tanto con las tendencias regulatorias nacionales e internacionales de otros sectores del sistema financiero como con las recomendaciones emanadas de organismos internacionales.

FOLLETO INFORMATIVO PARA RECLAMACIONES DE LA CLIENTELA EN EL ÁMBITO DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS.—En virtud de lo establecido en la Ley 44/2002, de 22 de noviembres, de medidas de reforma del sistema financiero (en adelante, Ley Financiera), en el Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de los Comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros, y en la Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras, los organismos supervisores (Banco de España, CNMV y DGS) lanzaron un *folleto informativo* sobre cómo deben actuar los usuarios para presentar sus quejas y reclamaciones.

La iniciativa, desarrollada junto con el Instituto Nacional de Consumo, servirá para facilitar a los usuarios el modo de presentar una reclamación de esta naturaleza, las fases del procedimiento de la misma y los efectos de la resolución que se emite al final de este proceso. Conforme al sistema de ventanilla única, la reclamación se podrá presentar indistintamente ante cualquiera de los tres organismos, aunque se tramitará con más rapidez si se remite directamente al que sea competente en cada caso.

PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2008.—Mediante la *Ley 51/2007, de 26 de diciembre* (BOE del 27), se aprobaron los Presupuestos Generales del Estado para el año 2008. En materia de deuda del Estado, se autoriza al Gobierno para que incremente el saldo vivo de la deuda del Estado durante 2008, con la limitación de que dicho saldo no supere el correspondiente a primeros de año en más de 7.924 millones de euros, permitiéndose, no obstante, que este límite sea sobrepasado durante el curso del ejercicio previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, y estableciéndose los supuestos en que quedará automáticamente revisado.

Por lo que se refiere al IRPF, se deflacta la tarifa del impuesto, en sus dos escalas, la estatal y la autonómica o complementaria. Se actualizan igualmente en un 2% los importes de los distintos mínimos, del contribuyente, por descendientes, por ascendientes y por discapacidad, que integran el mínimo personal y familiar del impuesto. En igual porcentaje se elevan también las cuantías aplicables como reducción del rendimiento neto del trabajo y del rendimiento neto de las actividades económicas aplicables a trabajadores autónomos dependientes de un único empresario. Para las transmisiones de bienes inmuebles no afectos a actividades económicas, se incluye la actualización de los coeficientes correctores del valor de adquisición al 2%.

En relación con el impuesto sobre sociedades, las medidas incluidas son aquellas de vigencia anual a las que se refiere la ley de este tributo. Se incluye, por tanto, la actualización de los

coeficientes aplicables a los activos inmobiliarios, que permite corregir la depreciación monetaria en los supuestos de transmisión. Además, se recoge la forma de determinar los pagos fraccionados del impuesto durante el ejercicio 2008. En materia de tributos locales se actualizan los valores catastrales de los bienes inmuebles en un 2%.

Otras medidas de índole financiera se refieren al interés legal del dinero, que sube del 5% al 5,5%, y al interés de demora, que pasa del 6,25% al 7%.

REGULACIÓN DE LOS CONTRATOS DE LIQUIDEZ EN LOS MERCADOS DE VALORES.—Se publicó la *CCNMV 3/2007, de 19 de diciembre* (BOE de 12 de enero), de la CNMV, sobre los contratos de liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado. Dichos contratos tienen por objeto la provisión de liquidez por parte de una empresa de servicios de inversión o de una entidad de crédito (en adelante, intermediario financiero), que, actuando por encargo del emisor (sociedades cuyas acciones se encuentren admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español), realiza operaciones de compra y venta en el mercado secundario oficial sobre las acciones de dicho emisor.

En el contrato de liquidez se definirán las condiciones en las que el intermediario financiero operará por cuenta del emisor, comprando o vendiendo acciones de este último, con el único objetivo de favorecer la liquidez de las transacciones y la regularidad de la cotización de sus acciones, dentro de los límites establecidos en la autorización otorgada por su junta general de accionistas para la adquisición de acciones propias.

Por otro lado, la norma establece unos requisitos mínimos de información entre el emisor y el intermediario, debiendo observar especialmente las normas que sobre información privilegiada se establecen en la Ley del Mercado de Valores. Respecto a la información pública, el emisor deberá comunicar la suscripción del contrato de liquidez a la CNMV como información relevante, identificando al intermediario financiero, a los valores, al mercado en el que se realizarán las operaciones, el período de vigencia, así como el número de acciones y efectivo destinados a la cuenta de valores y a la cuenta de efectivo, respectivamente.

HECHOS RELEVANTES DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.—Se publicó la *CCNMV 5/2007, de 27 de diciembre* (BOE de 17 de enero), de la CNMV, sobre hechos relevantes de las IIC, aplicable sobre todo a las IIC domiciliadas en España. En líneas generales, la forma de comunicación de los mismos a la CNMV será por vía telemática, mediante el servicio CIFRADOC/CNMV u otro similar. Solo podrán comunicarse hechos relevantes por vías distintas cuando lo autorice la CNMV, previa solicitud justificada.

No obstante, la Circular establece varios supuestos en los cuales la CNMV, una vez tramitados los correspondientes expedientes administrativos, los publicará de oficio en su página web. El resto de los supuestos establecidos en la Circular se comunicarán por vía telemática a la CNMV, una vez que se haya producido el hecho relevante.

Respecto a las IIC extranjeras autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea y comercializadas en España, deberán comunicar también por vía telemática a la CNMV toda la información exigida a estas entidades, de forma inmediata y con el mismo contenido y plazos establecidos por la legislación del Estado de origen.

MODIFICACIÓN DEL MODELO DE INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS.—La *CCNMV 4/2007, de 27 de diciembre* (BOE de 14 de enero), de la CNMV, modificó el modelo de informe anual de gobierno corporativo

(en adelante, IAGC) de las sociedades anónimas cotizadas, con el fin de incorporar las recomendaciones recogidas en el Código Unificado de Buen Gobierno, que figuran en el anejo de la Circular. Conforme a los principios básicos del Código Unificado, las sociedades que no las cumplan o lo hagan parcialmente no estarán obligadas a cumplimentar los apartados correspondientes del informe, en cuyo caso deberán cumplimentar otro apartado del informe en el que darán las explicaciones oportunas.

MODELOS DE NOTIFICACIÓN DE PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS A LA CNMV.—La *CCNMV 2/2007, de 19 de diciembre* (BOE de 10 de enero), de la CNMV, aprobó, entre otros, los modelos de notificación de participaciones significativas, de los consejeros y directivos, de operaciones del emisor sobre acciones propias, conforme a la habilitación establecida en el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Estos modelos se elaboraron teniendo en cuenta las especificidades de las obligaciones establecidas en la citada normativa y los distintos sujetos obligados que deben notificar. Finalmente, la Circular fija los plazos máximos que deben observarse para la remisión de la correspondiente notificación a la CNMV.

SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES: RÉGIMEN JURÍDICO DE LA CONTABILIDAD Y LA INFORMACIÓN FINANCIERA.—Se publicó la *Orientación BCE/2007/20, de 17 de diciembre* (DOUE de 16 de febrero), por la que se modifica la Orientación BCE/2006/16, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales, con el fin de regular la contabilidad de los instrumentos sintéticos, cada vez más utilizados en los mercados financieros, y, en especial, establecer normas contables genéricas para dichos instrumentos, así como un marco definido para los auditores externos del Eurosistema. También se aprovecha para sustituir las referencias realizadas a TARGET por TARGET2 y actualizar las definiciones correspondientes en la Orientación BCE/2006/16.

La norma explica pormenorizadamente la naturaleza de estos instrumentos y establece un tratamiento alternativo en cuanto a su valoración, así como el cumplimiento de una serie de requisitos para su aplicación.

ENERO 2008

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE 2008 Y ENERO DE 2009.—La *Orden EHA/15/2008, de 10 de enero* (BOE del 17), dispuso la creación de deuda del Estado durante 2008 y enero de 2009; y dos *Resoluciones de 21 de enero de 2008*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE de 28 de enero), determinaron las emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, así como el calendario de subastas para el año 2008 y el mes de enero de 2009.

La principal novedad de la Orden hace referencia a las operaciones de gestión de tesorería que puede realizar el Tesoro. En la actualidad, estas operaciones se limitaban a la cesión del saldo del Tesoro en el Banco de España a las entidades de crédito, a través de las denominadas subastas de liquidez, así como operaciones activas de préstamo a otros Estados de la Unión Europea o a entidades que gocen de la garantía expresa de aquellos. En particular, se amplía la gama de operaciones de adquisición temporal de activos, siempre que tengan por objeto valores de alta calidad crediticia negociados en mercados regulados. Dichas operaciones se formalizarán con los creadores de mercado de letras del Tesoro que hayan resultado adjudicatarios en las subastas.

Respecto a los procedimientos de emisión y formalización de la deuda del Estado, se mantienen los sistemas de años anteriores. En particular, se podrá ceder parte o la totalidad de una emisión a un precio convenido a una o a varias entidades financieras que aseguren su colo-

cación. Asimismo, se podrá realizar operaciones de venta simple o con pacto de recompra de valores de nuevas emisiones o ampliaciones de emisiones existentes que el Tesoro tenga en su cuenta de valores.

En lo referente a las letras del Tesoro, se mantienen las emisiones a doce meses y, como novedad, se reinician a partir del mes de octubre las emisiones a tres meses para compensar la estacionalidad de la tesorería del Estado. Estas últimas, interrumpidas en 2005, sustituyen a las letras a seis meses utilizadas durante 2007. No obstante, por razones de demanda o de política de emisiones, el Tesoro podría efectuar subastas adicionales a las convocadas.

En relación con los bonos y obligaciones del Estado, los procedimientos de emisión son, básicamente, los vigentes en 2007, y, al igual que las letras, se elabora el calendario anual de subastas que se acompaña en la Resolución, en el que se señalan las fechas de las mismas, determinándose el plazo de los bonos y obligaciones que se ponen en oferta trimestralmente en función de las condiciones de los mercados y del desarrollo de las emisiones durante el año. Los plazos de emisión en ambas modalidades de deuda serán los habituales de tres y cinco años en bonos, y de diez y treinta años en obligaciones, si bien no se descarta la opción de reanudar la emisión a quince años, y se mantiene la posibilidad de poner en oferta emisiones que sean ampliación de otras realizadas con anterioridad, a fin de garantizar su liquidez en los mercados secundarios y atender la demanda de los inversores.

NORMAS RELATIVAS A LA CONTABILIDAD DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.—La *Orden EHA/35/2008, de 14 de enero* (BOE del 22), desarrolló las normas relativas a la contabilidad de las IIC, la determinación del patrimonio, el cómputo de los coeficientes de diversificación del riesgo y determinados aspectos de las IIC cuya política de inversión consiste en reproducir, replicar o tomar como referencia un índice bursátil o de renta fija, así como los requisitos de los sistemas de control interno y de gestión y control de riesgos de las sociedades gestoras de IIC.

La Orden habilita a la CNMV para que dicte normas sobre contabilidad de las IIC en aspectos tales como criterios de valoración, cuentas anuales, determinación del patrimonio, de los resultados, de los estados complementarios de información de las IIC, y frecuencia y detalle con que los datos deban ser suministrados a la CNMV. Para ello, se tendrá en cuenta la naturaleza específica de las IIC y su configuración como entidades financieras abiertas, lo que exige adaptar las normas de contabilidad y los criterios de valoración y clasificación de los activos a estas circunstancias.

Por otro lado, la Orden define a las IIC cuya política de inversión consiste en replicar o reproducir un determinado índice bursátil o de renta fija como aquellas cuya rentabilidad no sufre desviaciones significativas frente al índice de referencia. Respecto a las IIC cuya política de inversión consiste en tomar como referencia un índice bursátil o de renta fija, se amplía del 10% al 20% del patrimonio el límite de diversificación del riesgo, es decir, el porcentaje del patrimonio que pueden invertir en acciones u obligaciones de un mismo emisor, con el fin de dotarles de la misma capacidad para invertir en contado que las IIC que repliquen un índice.

Por último, la Orden enumera los requisitos de los sistemas de control interno y de gestión y de control de riesgos de las sociedades gestoras de IIC, señalando, entre otros aspectos, que dichas sociedades deberán contar con una adecuada organización administrativa y contable, así como con medios técnicos y humanos y procedimientos o mecanismos de control adecuados a los objetivos de inversión de las IIC que gestionen, habilitando a la CNMV para su desarrollo.

OBLIGACIONES DE LOS NOTARIOS EN EL ÁMBITO DE LA PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITALES.—La *Orden EHA/114/2008, de 29 de enero* (BOE del 31), reguló el cumplimiento de determinadas obligaciones de los notarios en el ámbito de la prevención del blanqueo de capitales.

En la norma se establecen determinadas obligaciones de los notarios en cuanto a la identificación de clientes (tanto personas físicas como jurídicas), la conservación de los documentos empleados en la identificación del cliente (durante un período de seis años), así como los procedimientos de control interno y de comunicación dirigidos a la prevención del blanqueo de capitales. Cabe reseñar que los notarios deberán solicitar que les sea exhibida, para su incorporación al protocolo, la declaración de movimiento de medios de pago cuando la operación que autorizan se realice, o se haya realizado con anterioridad, en moneda metálica, billetes de banco o cheques bancarios al portador denominados en moneda nacional o en cualquier otra moneda o cualquier medio físico, incluidos los electrónicos, por importe igual o superior a 100.000 euros. Asimismo, estarán obligados a comunicar al Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (órgano regulado en la Ley 19/1993, de 28 de diciembre) las operaciones en que no les sea exhibida la declaración de movimiento de medios de pago.

SERVICIO DE LIQUIDACIÓN DE DEPÓSITOS INTERBANCARIOS.—La *Resolución de 25 de enero de 2008* (BOE del 13 de febrero), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, aprobó las cláusulas generales aplicables al Servicio de Liquidación de Depósitos Interbancarios (en adelante, SLDI). El SLDI se encargará del registro y de la liquidación de las operaciones del mercado interbancario de depósitos negociadas entre las entidades de crédito, de conformidad con lo establecido en las cláusulas y sus aplicaciones técnicas de desarrollo. Las posiciones de efectivo resultantes de las operaciones de depósitos registradas a través del SLDI se liquidarán mediante el sistema TARGET2.

En las cláusulas se recogen, entre otros asuntos, los criterios de acceso al SLDI, y los procedimientos de comunicación, case y registro de órdenes, así como su posterior proceso de liquidación. Cabe reseñar que podrán ser admitidas como miembros del SLDI las entidades de crédito que, siendo participantes directos o indirectos del sistema TARGET2, tengan, a juicio del Banco de España, suficiente solvencia y capacidad jurídica y técnica. Las entidades miembros asumirán por su propia y exclusiva cuenta los riesgos de crédito, de tipo de interés, de liquidación y cualquier otro que contraigan en la contratación, compensación y liquidación de las operaciones de depósito registradas por dicho Servicio.

En caso de producirse un acontecimiento externo anormal u otro acontecimiento que afecte al funcionamiento del SLDI, se aplicarán los procedimientos de contingencia y continuidad operativa establecidos en las correspondientes aplicaciones técnicas dictadas por el Banco de España en cada momento.

TARGET/TARGET2.—De conformidad con lo previsto en la Orientación del Banco Central Europeo de 26 de abril de 2007, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2) (Orientación de TARGET2), se publicó la *CBE 1/2008, de 25 de enero* (BOE de 13 de febrero), del sistema de compensación en caso de mal funcionamiento del sistema TARGET y derogación de las circulares reguladoras del SLBE.

La CBE 1/2008 modifica parcialmente la CBE 2/2003, de 24 de junio, sobre el sistema de compensación en caso de mal funcionamiento de TARGET, para adaptar su redacción a las

modificaciones de la Orientación BCE/2005/16, de 30 de diciembre de 2005, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET), operadas por los apartados 8 y 9 del artículo 15 de la Orientación de TARGET2. En concreto, se amplía la casuística en la que se produce el mal funcionamiento de TARGET a aquellos casos en que, antes de la migración a TARGET2, el mal funcionamiento se origine en la infraestructura técnica de TARGET2. Asimismo, se modifica el plazo máximo de remisión de las reclamaciones, que pasa de dos a cuatro semanas, a contar desde la fecha en que tuvo lugar el mal funcionamiento, y el plazo máximo con que cuenta el Consejo de Gobierno del BCE para evaluar las reclamaciones presentadas y decidir sobre la procedencia o no de realizar una propuesta de compensación, que pasa de doce a catorce semanas, a contar desde la fecha en que se produjo el mal funcionamiento del sistema.

Por otro lado, la CBE 1/2008 deroga, con efectos a partir del 18 de febrero de 2008 (fecha de extinción del SLBE y de entrada en funcionamiento de TARGET2-BE), las circulares del Banco de España que regulan el funcionamiento del SLBE y sus funcionalidades.

RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LA RELACIÓN DE BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO.—La *CBE 2/2008, de 25 de enero* (BOE de 7 de febrero), modifica 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. Asimismo, se aprovecha para actualizar la relación de bancos multilaterales de desarrollo, a fin de igualarla a la que se incluyó en la Directiva 2006/48/CE, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. En definitiva, esta actualización supone, junto a otros ajustes menores en la denominación de algunos organismos, la supresión de la Corporación Interamericana de Inversiones y la inclusión del Banco Europeo de Inversiones, del Fondo Financiero Internacional para la Inmunización y del Banco Islámico de Desarrollo.

EMISORES CON VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS REGULADOS: INFORMACIÓN PERIÓDICA.—Se publicó la *CCNMV 1/2008, de 30 de enero* (BOE de 15 de febrero), sobre información periódica de los emisores con valores admitidos a negociación en mercados regulados (en adelante, los emisores) relativa a los informes financieros semestrales, las declaraciones de gestión intermedias y, en su caso, los informes financieros trimestrales. La Circular desarrolla los modelos de información periódica relativos a cuentas anuales resumidas, individuales y consolidadas, de carácter semestral, así como las declaraciones de gestión intermedias y, en su caso, el contenido de los informes financieros trimestrales.

La presentación de la información será remitida a través del sistema CIFRADOC/CNMV, del Registro Electrónico de la CNMV, u otro similar que, en su caso, pudiera sustituirlo, y según el modelo y requisitos técnicos establecidos a estos efectos en cada momento. Por último, la Circular, que entró en vigor el pasado 6 de marzo, resultará de aplicación a los informes financieros semestrales y a las declaraciones intermedias que se refieran a períodos que comiencen desde el 1 de enero de 2008.

FEBRERO 2008

RECURSOS PROPIOS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA.—Se publicó el *Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero* (BOE del 16), de recursos propios de las entidades financieras (en adelante, RD), que aborda la transposición parcial de la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición), y la Directiva 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las ESI y las entidades de crédito (refundición). Con su entrada en

vigor el pasado 17 de febrero, a excepción de determinadas disposiciones finales, quedan derogados, entre otras disposiciones, el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras.

Disposiciones relativas a los recursos propios de las entidades de crédito

En su ámbito de aplicación, se establecen las obligaciones que deben cumplir las entidades de crédito. En concreto, se especifica el nivel al que se aplican las diferentes obligaciones y requerimientos, ya sea individual, consolidado o subconsolidado. Asimismo, se establecen los elementos que integran los recursos propios de las entidades de crédito, se detallan los elementos que se deducen del cálculo de dichos recursos propios, se recogen algunas condiciones para la computabilidad de determinados elementos, y, por último, se establece la distinción entre recursos propios básicos, recursos propios de segunda categoría y recursos auxiliares.

Respecto al tratamiento de los riesgos a efectos de los requerimientos de recursos propios, se contempla, en primer lugar, el *riesgo de crédito*, especificando en términos cuantitativos el requerimiento de recursos propios por el citado riesgo, y se establece la opción para las entidades de elegir el método de cálculo de este requerimiento más adecuado a su tamaño o grado de sofisticación entre el *método estándar* y el *método basado en calificaciones internas*. Por otro lado, se aborda el tratamiento del *riesgo de contraparte* que asumen las entidades de crédito, a los efectos del cálculo de las exposiciones ponderadas por riesgo de crédito, ya sean estas calculadas conforme al método estándar o conforme al método basado en calificaciones internas.

Otro tipo de riesgos que contempla la norma son: los derivados de los que las entidades de crédito asuman por la posible evolución desfavorable de los tipos de cambio y del precio del oro, los derivados de sus posiciones en los instrumentos financieros y materias primas que componen su cartera de negociación, y, finalmente, los riesgos de pérdidas debidos a sucesos que se pueden producir dentro del propio funcionamiento de la entidad (riesgo operacional). En cuanto a los límites a los grandes riesgos, se fija como umbral máximo para la asunción por las entidades de crédito de este tipo de riesgos el 25% de sus recursos propios, y se determina que el conjunto agregado de los grandes riesgos no supere en ningún caso el 800% de los recursos propios de la entidad de crédito.

Además, se establece, una serie de requisitos organizativos exigidos a las entidades con el fin de garantizar el cumplimiento de las obligaciones normativas establecidas en el RD. Por otro lado, se determinan los requisitos que deberán cumplir las entidades de crédito, bien para emplear modelos internos de cálculo de los requerimientos de recursos propios por riesgo de posición, de tipo de cambio o sobre materias primas, o bien para poder aplicar el tratamiento de cartera de negociación. Por último, se recoge el régimen básico de la delegación de la prestación de servicios o el ejercicio de funciones de las entidades de crédito.

Otro apartado importante es el referido a la divulgación de información al mercado por parte de las entidades de crédito. En este sentido, las entidades de crédito están obligadas a publicar el documento *información con relevancia prudencial* con frecuencia, al menos, anual, y tan pronto como sea viable.

Finalmente, se establecen las medidas que deben tomar, en cada caso, los grupos de entidades de crédito o las entidades de crédito de forma individual, en caso de que dejasen de

cumplir los requisitos de recursos propios que se derivan del RD o sobrepasasen los límites a los grandes riesgos establecidos en el mismo, y las obligaciones que se desprenden en tales situaciones.

Disposiciones relativas a los recursos propios de las empresas de servicios de inversión (ESI)

Dentro del ámbito de aplicación se establecen las obligaciones que deben cumplir las ESI, y se detalla el nivel al que se aplican las diferentes obligaciones y requerimientos, ya sea individual o consolidado. De forma análoga a las entidades de crédito, se establece la forma de cálculo de los recursos propios de la definición general de las ESI, especificando también los elementos del balance consolidado que deben añadirse para calcular los recursos propios de un grupo consolidable. Asimismo, se recogen la definición alternativa de recursos propios y los límites a su computabilidad, que es de aplicación a las ESI y a los grupos de las mismas que deban cumplir con los requerimientos de recursos propios por riesgos ligados a la cartera de negociación.

Se disponen, asimismo, los requerimientos de recursos propios que deben mantener las ESI, debiendo ser iguales o superiores al mayor de cuatro conceptos: la suma de los requerimientos de recursos propios ligados a diferentes riesgos, la cuarta parte de los gastos de estructura del ejercicio precedente, las dos terceras partes del capital mínimo requerido para la constitución del tipo de ESI de que se trate o el 5‰ del volumen de las carteras gestionadas.

Por otro lado, se establece una serie de exigencias organizativas y de técnicas de valoración de los riesgos necesarias para que los riesgos a los que las empresas de servicios de inversión estén o puedan estar expuestas no aumenten de forma indebida, y se incluye la obligación de disponer de un mecanismo de autoevaluación del capital interno. Asimismo, la norma señala que todas estas políticas y procedimientos deberán resumirse en un informe anual de autoevaluación del capital interno que se deberá remitir a la CNMV.

Las ESI elaborarán el documento denominado *Información sobre solvencia*, estableciendo la frecuencia con la que debe publicarse dicho documento, así como la posibilidad de que la CNMV determine una frecuencia de divulgación mayor para ciertos datos o informaciones.

El RD contiene las medidas que deben tomar, en cada caso, los grupos de entidades de servicios financieros o las ESI de forma individual, en caso de que dejasen de cumplir los requisitos de recursos propios que se derivan del RD o sobrepasasen los límites a los grandes riesgos establecidos en el mismo y las obligaciones que se desprenden en tales situaciones.

Modificación de la normativa de las sociedades de garantía recíproca y de las sociedades de reafianzamiento

En las disposiciones finales primera y segunda del RD se modifican el Real Decreto 2345/1996, de 8 de noviembre, sobre normas de autorización administrativa y requisitos de solvencia de las sociedades de garantía recíproca, y el Real Decreto 1644/1997, de 31 de octubre, relativo a las normas de autorización administrativa y requisitos de solvencia de las sociedades de reafianzamiento. En ambos se establece un régimen específico de recursos propios y de diversificación de riesgos para este tipo de entidades, ya que antes les era de aplicación el mismo régimen que el de las entidades de crédito, aunque con ciertas salvedades. En particular, se reconoce que el reafianzamiento, si cumple determinadas condiciones, es un instru-

mento que reduce el riesgo de crédito y debe conllevar, por tanto, la consiguiente reducción de los requerimientos de recursos propios de los compromisos que se beneficien de contratos generales de reaval o reafianzamiento.

RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN Y DE LAS DEMÁS ENTIDADES QUE PRESTAN SERVICIOS DE INVERSIÓN: MODIFICACIÓN DE SU NORMATIVA.—El *Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero* (BOE del 16), estableció el régimen jurídico de las ESI y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre (en adelante, RD).

El RD refunde dos reales decretos (el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, y el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios) en un solo texto normativo, de modo que se contempla en una única norma global el régimen jurídico aplicable a las entidades que prestan servicios de inversión (ESI y sus agentes, entidades de crédito y sociedades gestoras de IIC).

Dentro de su ámbito de aplicación, se distinguen, por un lado, las ESI a las que les es de aplicación todo el RD y, por otro, las restantes entidades que prestan servicios de inversión; en concreto, las entidades de crédito y las sociedades gestoras de IIC, a las que les son de aplicación aquellos artículos relevantes cuando prestan servicios de inversión (principalmente, ciertas normas de organización interna y las normas de conducta).

En lo que se refiere al régimen general de las ESI, se incorporan las novedades introducidas por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, así como determinados preceptos de la Directiva 2006/73/CE, de 10 de agosto. En concreto, dentro de su tipología se recogen las empresas de asesoramiento financiero, definiendo sus servicios de manera específica y estableciendo un régimen especial de autorización. En cuanto al régimen de autorización y requisitos para ejercer la actividad de las ESI, a grandes rasgos, son similares a los establecidos en el RD 867/2001, con ciertas excepciones. Asimismo, se establece un régimen especial de autorización para las empresas de asesoramiento financiero, dados el carácter y la naturaleza peculiar de las funciones que realizan.

Igualmente, de acuerdo con la normativa europea, se reconoce la existencia de un tipo especial de agencia de valores con menores requisitos de capital. En este sentido, frente a los 500.000 euros de capital inicial que se exigen a una agencia de valores normal, se rebaja a 300.000 euros (si no pretende adquirir la condición de miembro de mercados secundarios, ni adherirse a sistemas de compensación y liquidación, y tampoco se incluye en su programa de actividad la custodia de instrumentos financieros ni la recepción de fondos del público) o a 120.000 euros (cuando únicamente esté autorizada para la recepción y transmisión de órdenes sin mantener fondos o instrumentos financieros que pertenezcan a sus clientes). En este último tipo de agencias de valores, dicho capital se puede sustituir por un seguro de responsabilidad civil con una cobertura mínima de 2,5 millones de euros por reclamación de daños, y un total de 3,5 millones de euros para todas las reclamaciones, o una combinación de ambos.

Una de las novedades importantes de la norma es el amplio elenco de requisitos de organización que han de cumplir las ESI, así como las entidades de crédito y las sociedades gestoras de IIC que presten estos servicios, con el fin de incorporar una gran parte del articulado de la Directiva 2006/73/CE.

Otro conjunto de novedades se refiere a las normas de conducta aplicables a las entidades que presten servicios de inversión, con lo que se incorpora el grueso del articulado de la Directiva 2006/73/CE. En este sentido, se establece un completo catálogo de normas que han de seguirse en la prestación de servicios de inversión, y se establecen las condiciones para que la información sea imparcial, clara y no engañosa; información referida a la clasificación de clientes (minoristas, profesionales y contrapartes elegibles). Asimismo, deberán comunicar a sus clientes, en un soporte duradero, la posibilidad de exigir una clasificación de clientes distinta, indicando las limitaciones que esa nueva clasificación podría suponer en cuanto a su protección. También se establece un conjunto de requisitos generales de información a sus clientes minoristas, incluidos los potenciales, con antelación suficiente a la celebración del contrato de prestación de servicios de inversión o auxiliares, o a la propia prestación del servicio, cuando este sea anterior a aquel.

ENTIDADES DE DINERO ELECTRÓNICO: RÉGIMEN JURÍDICO.—Se publicó el *Real Decreto 322/2008, de 29 de febrero* (BOE de 3 marzo), sobre el régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico (en adelante, EDE), que completa la incorporación al derecho español de la Directiva 2000/46/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre de 2000, sobre el acceso a la actividad de las EDE.

Respecto al régimen de creación de las EDE, se mantiene el esquema de los procedimientos ya previstos para las restantes entidades de crédito: reserva de denominación, actividades, requisitos para la constitución de la entidad, documentos que han de contener las solicitudes de creación, en especial todos aquellos que hacen referencia a la idoneidad y honorabilidad de los cargos de administración y a los mecanismos de buena gestión interna y prevención del blanqueo de capitales. Con independencia de las similitudes con otras entidades de crédito, el Real Decreto contempla las especiales características de las EDE, con un régimen diferenciado en un buen número de aspectos. Por un lado, se establecen menores requisitos relacionados con la supervisión cautelar y la no sujeción a determinados preceptos de la normativa bancaria, mientras que, por otro, se limitan las actividades que tales entidades pueden llevar a cabo y se impone un régimen de inversiones obligatorias en determinados activos. A estas entidades se les exige un capital inicial mínimo de un millón de euros y unos fondos propios permanentes, iguales o superiores al 2% del saldo de sus pasivos financieros derivados del dinero electrónico emitido en circulación o de la media de dicho saldo durante los seis meses precedentes, si este último importe fuese superior.

No obstante, las EDE, al igual que el resto de las entidades de crédito, quedan sujetas a la supervisión y control de su actividad por parte del Banco de España, habilitándole para dictar las normas de desarrollo necesarias para el adecuado ejercicio de aquellas funciones de supervisión y control que le son propias en relación con las entidades de crédito.

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES EN MATERIA FINANCIERO-ACTUARIAL. CÁLCULO DE LA RENTABILIDAD DE LOS PLANES DE PENSIONES.—La *Orden EHA/407/2008, de 7 de febrero* (BOE del 21), desarrolla la normativa de planes y fondos de pensiones en materia financiero-actuarial, del régimen de inversiones y de procedimientos registrales, a la vista de las modificaciones normativas introducidas en el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones. También se incluyen en la Orden desarrollos puntuales de las normas reglamentarias sobre procedimientos administrativos de autorizaciones y comunicaciones registrales, así como de integración de planes de empleo en fondos de pensiones en el ámbito de la actividad transfronteriza.

En primer lugar, se actualiza la normativa referente a la actividad profesional de los actuarios en materia de planes de pensiones, y se delimitan sus funciones. En segundo lugar, en la definición de los criterios generales a que se han de ajustar las hipótesis demográficas, financieras y económicas, se admiten los procedimientos y métodos contrastados técnicamente, con la prudencia que requieren los cálculos a largo plazo y los múltiples elementos de riesgo que pueden afectar a los planes de prestación definida y mixtos.

Con respecto a las distintas magnitudes actuariales, se clarifican determinados aspectos relativos a la cuantificación y definición de las mismas, distinguiendo entre aportaciones y contribuciones ordinarias y aportaciones y contribuciones excepcionales, estableciendo las normas generales aplicables para el cálculo de las provisiones matemáticas y otras magnitudes actuariales, o regulando específicamente determinados aspectos relativos a los planes de pensiones asegurados.

Por otro lado, se concretan los requisitos y medidas que deberán adoptarse en el caso de la aplicación de excedentes o del tratamiento del déficit que se ponga de manifiesto en un plan de pensiones, introduciendo, como novedad, la regulación de los requisitos que deberá cumplir el plan de amortización del déficit. Por último, se aclaran determinados aspectos de la cuantificación y movilización de los derechos consolidados de los partícipes en relación con el criterio general de no penalización y sus excepciones.

Otro apartado importante de la orden hace referencia al régimen jurídico en materia de inversiones de los fondos de pensiones. Dentro del mismo, se precisa lo que debe entenderse por agentes financieros a efectos de la norma reglamentaria; se desarrolla el régimen aplicable a los instrumentos derivados, determinándose los requisitos que les resultan exigibles según tengan o no la condición de negociados en mercados regulados del ámbito de la OCDE; y se concretan el concepto de activo financiero estructurado, su tipología y los requisitos que ha de cumplir, estableciendo los criterios de calificación crediticia aplicables.

Por último, se desarrollan determinados aspectos de los procedimientos de autorizaciones y comunicaciones correspondientes a los Registros Especiales de Fondos de Pensiones y de Entidades Gestoras y Depositarias, y se establecen los cuestionarios que han de cumplimentar los altos cargos y los socios con participación significativa de las entidades gestoras.

En otro orden de cosas, cabe reseñar la *Resolución de 26 de febrero de 2008* (BOE de 1 de marzo), de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, que establece el método de cálculo de la rentabilidad de los planes de pensiones, conforme le habilitó el citado Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero.

REGLAMENTO DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA Y ESTATUTO DE LA COMISIÓN NACIONAL DE LA COMPETENCIA.—Se publicó el *Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero* (BOE del 27), por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia, conforme a la habilitación otorgada por la Ley 15/2007, que desarrolla la misma en cuanto a los procedimientos, el tratamiento de las conductas de menor importancia y el sistema de clemencia o exención y reducción de multa a aquellas empresas que colaborasen en la lucha contra los cárteles. También se publicó el *Real Decreto 331/2008, de 29 de febrero* (BOE de 3 de marzo), por el que se aprueba el estatuto de la Comisión Nacional de la Competencia (CNC), previsto en la citada Ley, en el que se establecen las cuestiones relativas al funcionamiento y al régimen de actuación de la CNC.

MARZO 2008

DIRECTIVAS COMUNITARIAS: COMPETENCIAS ATRIBUIDAS A LA COMISIÓN EUROPEA EN EL ÁMBITO FINANCIERO.—Con el fin de dotar de una mayor eficiencia a la aplicación de

la normativa comunitaria, se ha publicado una serie de directivas europeas que atribuyen determinadas competencias a la Comisión Europea para realizar adaptaciones técnicas, ampliar o completar disposiciones, que tengan en cuenta, entre otras cosas, la evolución tecnológica de los mercados financieros, así como para garantizar la aplicación uniforme de dichas directivas dentro de la Comunidad.

En el ámbito financiero, cabe reseñar la publicación de las siguientes directivas:

La *Directiva 2008/24/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 20), por la que se modifica la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. La Directiva faculta a la Comisión para que establezca determinadas adaptaciones técnicas y medidas de ejecución relativas a la determinación de fondos propios y la organización, el cálculo y la evaluación de riesgos y exposiciones al riesgo.

La *Directiva 2008/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 20), por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero. La Directiva otorga competencias a la Comisión con objeto de que clarifique los aspectos técnicos de algunas definiciones que figuran en dicha Directiva, a fin de tener en cuenta los cambios que se han producido en los mercados financieros y las técnicas prudenciales de supervisión.

La *Directiva 2008/26/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 20), por la que se modifica la Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado). La Directiva concede competencias a la Comisión para que tome las medidas necesarias para la ejecución de la Directiva 2003/6/CE; en especial, elaborar o completar las disposiciones de dicha Directiva mediante las modalidades técnicas que permitan la publicación de información privilegiada y de listas de personas con acceso a información privilegiada, y la notificación a las autoridades competentes de operaciones y actividades sospechosas del personal directivo, y presentar los trabajos de investigación.

La *Directiva 2008/23/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 19), por la que se modifica la Directiva 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito. La Directiva confiere competencias a la Comisión para que, entre otras cosas, adapte las disposiciones de la Directiva 2006/49/CE, en lo relativo a la determinación de fondos propios, a la organización, el cálculo y la evaluación de riesgos y exposiciones, y a las categorías de empresas de inversión que están sujetas a la citada Directiva.

La *Directiva 2008/22/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 19), por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, para otorgar competencias a la Comisión. En especial, con el objeto de especificar los aspectos técnicos de algunas definiciones establecidas en la Directiva 2004/109/CE, la duración máxima del ciclo corto de liquidación, el calendario de días de mercado, las circunstancias en las que una persona debiera haber tenido conocimiento de la adquisición o cesión de los derechos de voto, las condiciones de independencia que deberán cumplir los creadores de mercado y las sociedades de gestión, la naturaleza de la revisión del auditor, el contenido

mínimo del resumen de los estados financieros, los procedimientos de notificación y divulgación de las participaciones importantes, así como los procedimientos de archivo de la información regulada con el organismo competente del Estado miembro de origen de los emisores, además de especificar normas mínimas para los mecanismos destinados al almacenamiento.

La *Directiva 2008/20/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 19), por la que se modifica la Directiva 2005/60/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo. La Directiva confiere competencias a la Comisión con el fin de especificar los aspectos técnicos de algunas definiciones establecidas en la Directiva 2005/60/CE, fijar criterios técnicos con vistas a evaluar si las situaciones de que se trate plantean escaso o elevado riesgo de blanqueo de capitales o financiación del terrorismo, si está justificado no aplicar lo dispuesto en esa Directiva a determinadas personas físicas o jurídicas que realicen actividades financieras con carácter ocasional o de manera muy limitada, y adaptar los importes contemplados en esa Directiva, tomando en consideración la evolución de la situación económica y los cambios en la normativa internacional.

La *Directiva 2008/18/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 19), que modifica la Directiva 85/611/CEE, del Consejo de las Comunidades Europeas, de 20 de diciembre, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). Su finalidad es otorgar competencias a la Comisión para que adopte las medidas necesarias para la aplicación de la Directiva 85/611/CEE, y adaptar la terminología y las definiciones principales de acuerdo con los actos subsiguientes relativos a los OICVM y a otros asuntos relacionados, en lo relativo al ejercicio de las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión.

La *Directiva 2008/11/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 19), por la que se modifica la Directiva 2003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, para conferir competencias a la Comisión para que adapte definiciones, elabore o complete las disposiciones de la Directiva 2003/71/CE, mediante la especificación detallada de la forma y los contenidos de un folleto.

Antes del 31 de diciembre de 2010 y, a continuación, cada tres años como mínimo, la Comisión revisará las disposiciones relativas a sus competencias de ejecución otorgadas por las directivas reseñadas y presentará un informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre el funcionamiento de dichas competencias.

2 Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación

MATERIAS	FECHA DE LA NORMA	BOLETÍN ECONÓMICO
1 SEBC, BCE Y BANCO DE ESPAÑA		
a) Política monetaria		
Instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	20.9.2007	Ene 2008
Banco de España: modificación de las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria, y las relativas a la participación en TARGET	20.7.2007 21.9.2007	Ene 2008
Banco Central Europeo: reservas mínimas después de la introducción del euro en Chipre y Malta	9.11.2007	Ene 2008
b) Sistemas de pagos		
Desarrollo de la normativa de los sistemas de pagos y de liquidación de valores	26.1.2007	Abr 2007
Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2)	26.4.2007 24.7.2007	Jul-Ago 2007
Sistema TARGET2: Servicio de Liquidación de Depósitos Interbancarios	25.1.2008	Abr 2008
Sistema TARGET2: actualización de su normativa	25.1.2008	Abr 2008
c) Otras áreas		
Orientación del Banco Central Europeo en materia de balanza de pagos	31.5.2007	Jul-Ago 2007
Modificación de la normativa sobre la gestión de activos exteriores de reserva	20.7.2007	Oct 2007
Modificaciones relativas al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias	29.11.2007	Ene 2008
Sistema Europeo de Bancos Centrales: régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera	17.12.200	Abr 2008
2 ENTIDADES FINANCIERAS		
Modificaciones de las normativas reguladoras del mercado hipotecario, de recursos propios de las entidades financieras, del régimen jurídico de las empresas de inversión, y en materia de abuso de mercado	16.3.2007	Abr 2007
Comercialización a distancia de servicios financieros	11.7.2007	Oct 2007
Modificación de la normativa sobre recursos propios mínimos y limitaciones a la actividad de las entidades de crédito por razones de solvencia	16.11.2007	Ene 2008
Folleto informativo para reclamaciones de la clientela en el ámbito de los servicios financieros		Ene 2008
Recursos propios de las entidades financieras: modificación de la normativa	15.2.2008	Abr 2008
Recursos propios mínimos de las entidades de crédito: modificación de la relación de bancos multilaterales de desarrollo	25.1.2008	Abr 2008
3 OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS		
a) Instituciones de inversión colectiva		
Modificación del reglamento de las instituciones de inversión colectiva	16.3.2007	Abr 2007
Modificaciones de los requerimientos de información estadística	11.7.2007	Oct 2007
Hechos relevantes de las instituciones de inversión colectiva	27.12.2007	Abr 2008
Normas relativas a la contabilidad de las instituciones de inversión colectiva	14.1.2008	Abr 2008
b) Otras instituciones		
Fondos de titulización de activos: convenios de promoción (FTPYMES)	10.1.2007	Abr 2007
Información de las entidades aseguradoras, las entidades gestoras de fondos de pensiones, y los corredores de seguros y reaseguros	28.5.2007	Jul-Ago 2007
Modificación de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados en materia de supervisión del reaseguro	2.7.2007	Oct 2007
Modificación del reglamento de planes y fondos de pensiones	14.12.2007	Ene 2008
Régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión: modificación de su normativa	15.2.2008	Abr 2008

MATERIAS	FECHA DE LA NORMA	BOLETÍN ECONÓMICO
Entidades de dinero electrónico: régimen jurídico	29.2.2008	Abr 2008
Modificación de la normativa de planes y fondos de pensiones en materia financiero-actuarial. Cálculo de la rentabilidad de los planes de pensiones	7.2.2008 26.2.2008	Abr 2008
4 MERCADO DE VALORES **a) Mercado de deuda pública**		
Condiciones de emisión durante el año 2007 y enero de 2008	11.1.2007 17.1.2007	Abr 2007 Abr 2007
Modificación de la normativa del mercado de deuda pública en anotaciones	26.1.2007	Abr 2007
Condiciones de emisión durante 2008 y enero de 2009	10.1.2008 21.1.2008	Abr 2008
b) Mercados de valores privados		
Sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores	16.3.2007	Abr 2007
Modificación del régimen jurídico de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, de la sociedad de bolsas y de la sociedad de gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores (IBERCLEAR)	16.3.2007	Abr 2007
Modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores	12.4.2007 27.7.2007	Jul-Ago 2007 Oct 2007
Requisitos de transparencia relativos a la información sobre las sociedades cotizadas	19.10.2007	Ene 2008
Modificación de la normativa del mercado hipotecario, regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia	7.12.2007	Ene 2008
Modificación de la normativa del mercado de valores	19.12.2007	Ene 2008
Regulación de los contratos de liquidez en los mercados de valores	19.12.2007	Abr 2008
Modificación del modelo de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas	27.12.2007	Abr 2008
Modelos de notificación de participaciones significativas a la CNMV	19.12.2007	Abr 2008
Emisores con valores admitidos a negociación en mercados regulados: información periódica	30.1.2008	Abr 2008
5 LEGISLACIÓN FINANCIERA DE LA UNIÓN EUROPEA		
Requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado	8.3.2007	Abr 2007
Ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas	11.7.2007	Oct 2007
Normas de procedimiento y criterios de evaluación aplicables en las adquisiciones e incrementos de participaciones en el sector financiero	5.9.2007	Oct 2007
Directiva sobre servicios de pago en el mercado interior	13.11.2007	Ene 2008
Directivas comunitarias: competencias atribuidas a la Comisión Europea en el ámbito financiero	11.3.2008	Abr 2008
6 NORMAS FISCALES Y OTRAS MATERIAS		
Nuevo Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y modificación del Reglamento de Planes y Fondos de pensiones	30.3.2007	Abr 2007
Armonización internacional de la legislación contable española conforme a la normativa europea	4.7.2007	Oct 2007
Financiación de los partidos políticos	3.7.2007	Oct 2007
Defensa de la competencia	3.7.2007 22.2.2008 29.2.2008	Oct 2007 Abr 2008
Nuevo Plan General de Contabilidad	16.11.2007	Ene 2008
Presupuestos Generales del Estado para el año 2008	26.12.2007	Ene 2008
Obligaciones de los notarios en el ámbito de la prevención del blanqueo de capitales	29.1.2008	Abr 2008

ÍNDICES

Índice de cuadros

Cuadro 1.1 Principales indicadores de la economía española 25

Cuadro 2.1 Respuestas a una perturbación de demanda negativa en el sector de bienes no comerciables 55
Cuadro 2.2 Aportaciones al diferencial de inflación 57

Cuadro 3.1 Principales indicadores macroeconómicos 71

Cuadro 4.1 Principales indicadores macroeconómicos del área del euro 98

Cuadro 5.1 Principales operaciones no financieras de las AAPP 122
Cuadro 5.2 Consumo y formación bruta de capital fijo por sectores institucionales 127

Cuadro 6.1 Operaciones financieras de la nación 161
Cuadro 6.2 Emisiones y ofertas públicas de valores negociables 162
Cuadro 6.3 Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados 163
Cuadro 6.4 Entidades de crédito. Balance y cuenta de resultados 165

Cuadro 7.1 Entidades supervisadas por el Banco de España 183
Cuadro 7.2 Visitas de inspección durante 2007 183
Cuadro 7.3 Escritos de requerimientos y recomendaciones a entidades supervisadas 184
Cuadro 7.4 Materia de los escritos dirigidos a entidades supervisadas 184

Índice de gráficos

Gráfico 1.1 Evolución de indicadores financieros internacionales 20
Gráfico 1.2 PIB, consumo privado, empleo y formación bruta de capital fijo 26
Gráfico 1.3 Necesidad de financiación de la economía 31
Gráfico 1.4 Crecimiento del empleo y de la población activa 32
Gráfico 1.5 Evolución de la inflación y de su diferencial con la UEM 33

Gráfico 2.1 Ciclo inmobiliario: 1995-2007 50
Gráfico 2.2 Esfuerzo de acceso a la vivienda 51
Gráfico 2.3 Reembolso de capital inmobiliario (RCI) y crédito hipotecario no destinado a la adquisición de vivienda 54
Gráfico 2.4 Diferencial de inflación frente a la UEM 62
Gráfico 2.5 Productividad, costes laborales brutos, y sueldos y salarios 65

Gráfico 3.1 PIB mundial y tipos de interés y volatilidad bursátil en Estados Unidos 70
Gráfico 3.2 Precios de materias primas, tipos de interés oficiales y precios de consumo 72
Gráfico 3.3 Tipos de cambio, saldo público y por cuenta corriente y flujos de capitales a emergentes 76
Gráfico 3.4 Mercados financieros 80
Gráfico 3.5 Estados Unidos. Indicadores del sector real 87
Gráfico 3.6 Japón y Reino Unido: contribución al crecimiento del PIB 88
Gráfico 3.7 Economías emergentes. Principales indicadores macroeconómicos 90

Gráfico 4.1 UEM: composición del crecimiento e indicadores de confianza 99
Gráfico 4.2 Evolución económica por países en 2007 100
Gráfico 4.3 UEM: índices armonizados de precios de consumo y evolución salarial 101
Gráfico 4.4 UEM: política fiscal 104
Gráfico 4.5 Tipos de interés de la zona del euro 110
Gráfico 4.6 Condiciones financieras en la zona del euro 111
Gráfico 4.7 Evolución del tipo de cambio del euro 114
Gráfico 4.8 Agregados monetarios y crediticios 115

Gráfico 5.1 Financiación de los sectores residentes no financieros 120
Gráfico 5.2 Principales agregados macroeconómicos 126
Gráfico 5.3 Consumo final de los hogares e ISFLSH 128
Gráfico 5.4 Inversión en vivienda 129
Gráfico 5.5 Inversión productiva privada 132
Gráfico 5.6 Demanda exterior y principales determinantes 133
Gráfico 5.7 Cuotas de exportación y penetración de importaciones 136
Gráfico 5.8 VAB y empleo por ramas de actividad 137
Gráfico 5.9 Empleo y paro 139
Gráfico 5.10 Determinantes de los salarios 141
Gráfico 5.11 Precios de consumo y deflactores 142
Gráfico 5.12 Precios y costes por ramas de actividad 143
Gráfico 5.13 Índices de competitividad de España 145
Gráfico 5.14 Cuenta del resto del mundo 146
Gráfico 5.15 Ahorro, inversión y capacidad o necesidad de financiación 147

Gráfico 6.1 Operaciones financieras del sector privado no financiero 154
Gráfico 6.2 Operaciones financieras netas de las Administraciones Públicas 159
Gráfico 6.3 Operaciones financieras netas 160
Gráfico 6.4 Precios negociados en los mercados financieros 164
Gráfico 6.5 Fuentes de financiación y activos dudosos 166

Gráfico 6.6 Inversores institucionales 167
Gráfico 6.7 Indicadores de posición patrimonial de los hogares e ISFLSH 169
Gráfico 6.8 Indicadores de posición financiera de las sociedades no financieras 171

Índice de recuadros

Recuadro 1.1 El cambio de ciclo en la economía de Estados Unidos 17
Recuadro 1.2 El impacto de las turbulencias sobre las condiciones de financiación del sector privado 27
Recuadro 1.3 El nivel de los márgenes de la economía española. Una ilustración de los efectos de la liberalización de los mercados 39

Recuadro 2.1 Factores demográficos y parque de viviendas 47
Recuadro 2.2 Persistencia de la inflación e indiciación salarial 60
Recuadro 2.3 El ajuste del mercado de trabajo ante la desaceleración de la economía española. El papel de los trabajadores inmigrantes 63

Recuadro 3.1 El incremento del precio de las materias primas alimenticias 73
Recuadro 3.2 Fondos de riqueza soberana 78

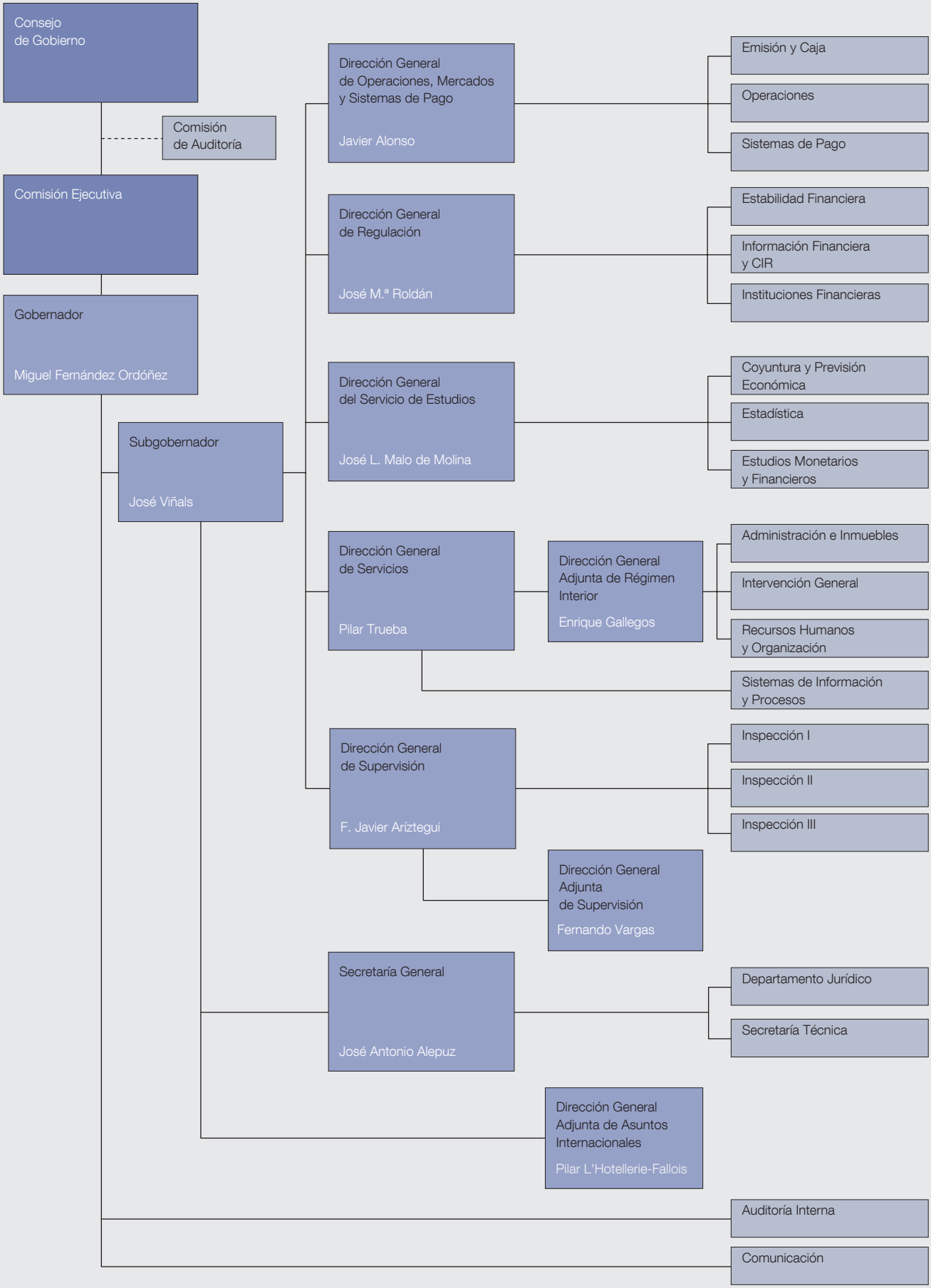
Recuadro 4.1 La evolución reciente del consumo privado en la UEM 96
Recuadro 4.2 Las intervenciones del Banco Central Europeo durante el período de inestabilidad financiera 112

Recuadro 5.1 La evolución reciente de la construcción y el papel de sus distintos componentes 130
Recuadro 5.2 Un análisis de los cambios en el patrón geográfico de las exportaciones de bienes de España 134

Recuadro 6.1 La evolución reciente del crédito a los hogares y sus determinantes 155
Recuadro 6.2 Las decisiones de cartera de los hogares en 2007 157

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA

ORGANIGRAMA GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA



Consejo de Gobierno

GOBERNADOR	Miguel Fernández Ordóñez
SUBGOBERNADOR	José Viñals
CONSEJEROS	Jesús Leguina Ángel Luis López Roa Guillem López José María Marín Vicente Salas Ana M.ª Sánchez Trujillo
DIRECTORA GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA	Soledad Núñez
VICEPRESIDENTE DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	Carlos Arenillas
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO *(Con voz y sin voto)*	José Luis Malo de Molina F. Javier Aríztegui José María Roldán Pilar Trueba Javier Alonso
SECRETARIO *(Con voz y sin voto)*	José Antonio Alepuz
REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO *(Con voz y sin voto)*	Luciano Murias

Comisión Ejecutiva

GOBERNADOR	Miguel Fernández Ordóñez
SUBGOBERNADOR	José Viñals
CONSEJEROS	Ángel Luis López Roa Vicente Salas
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO *(Con voz y sin voto)*	José Luis Malo de Molina F. Javier Aríztegui José María Roldán Pilar Trueba Javier Alonso
SECRETARIO *(Con voz y sin voto)*	José Antonio Alepuz

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)
Informe Anual (ediciones en español e inglés)
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Mercado de Deuda Pública (anual)

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconométrica de la política fiscal en España (2005).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

0804 OLYMPIA BOVER: Wealth inequality and household structure: US vs. Spain.
0805 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Money and the natural rate of interest: structural estimates for the United States and the euro area.
0806 CARLOS THOMAS: Search frictions, real rigidities and inflation dynamics.
0807 MAXIMO CAMACHO Y GABRIEL PEREZ-QUIROS: Introducing the EURO-STING: Short Term INdicator of euro area Growth.
0808 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: The effect of foreign service on trade volumes and trade partners.

DOCUMENTOS OCASIONALES

0706 JAVIER JAREÑO MORAGO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: Towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.

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.

EDICIONES VARIAS[1]

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.)
NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartoné: 30 €; edición en rústica: 22 €.
BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (*). (Ediciones en español e inglés.)
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.
JOSÉ MARÍA VIÑUELA, PEDRO NAVASCUÉS Y RAFAEL MONEO: El Edificio del Banco de España (2006). 25 €.
BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)
BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (****).

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web[2])
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales[3])

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito[4]
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).
UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.
LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual
Boletín Mensual
Otras publicaciones

---

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**), (***) o (****), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. **2.** Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas. **3.** Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. **4.** Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación.*

BANCO DE **ESPAÑA** Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es