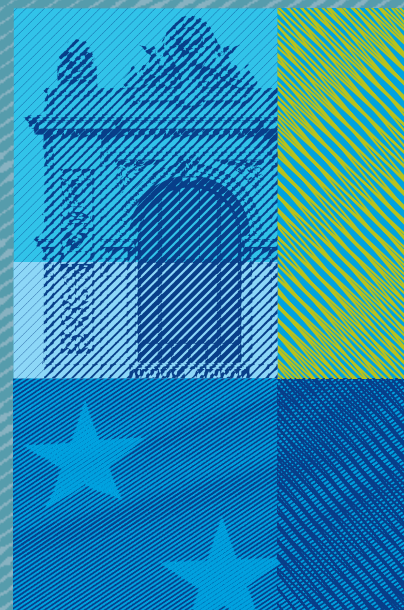


INFORME ANUAL

2005

BANCO DE ESPAÑA



La recepción de información para la elaboración de este Informe terminó el día 17 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, 2006
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	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCE	Banco Central Europeo	INEM	Instituto Nacional de Empleo
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de Precios de Consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPI	Índice de Producción Industrial
CBE	Circular del Banco de España	IPRI	Índice de Precios Industriales
CCAA	Comunidades Autónomas	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados no Energéticos
CCLL	Corporaciones Locales	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CEM	Confederación Española de Mutualidades	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OBS	Obra Benéfico Social
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
CNE	Contabilidad Nacional de España	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OM	Orden Ministerial
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	OOAA	Organismos Autónomos
DEG	Derechos Especiales de Giro	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGT	Dirección General de Tráfico	OSR	Otros Sectores Residentes
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
EC	Entidades de Crédito	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	PIB pm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	PNB	Producto Nacional Bruto
EUROSTAT	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	RD	Real Decreto
EPA	Encuesta de población activa	RM	Resto del mundo
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
FFPP	Fondos de Pensiones	SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	SME	Sistema Monetario Europeo
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	TAE	Tasa Anual Equivalente
FMI	Fondo Monetario Internacional	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FMM	Fondos del Mercado Monetario	UE	Unión Europea
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	UEM	Unión Económica y Monetaria
FSE	Fondo Social Europeo	UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
ICO	Instituto de Crédito Oficial	VNA	Variación Neta de Activos
IFM	Instituciones Financieras Monetarias	VNP	Variación Neta de Pasivos
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado		

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€	m de € / Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T_j^i	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m_j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

INFORME ANUAL 2005

ÍNDICE GENERAL

1 RASGOS BÁSICOS	1	Introducción	15
	2	El contexto internacional y la zona del euro	16
	3	Continuidad de la expansión impulsada por la demanda interior	20
	4	Naturaleza y alcance de los riesgos que genera la continuada presión de la demanda	25
	4.1	Las presiones inflacionistas y el deterioro de la competitividad	25
	4.2	El aumento de las necesidades de financiación del sector privado	27
	4.3	La ampliación del desequilibrio exterior	29
	5	La tarea de la política económica	32
2 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO	1	Rasgos generales	45
	1.1	Ampliación de los desequilibrios globales	49
	1.2	Los pilares del crecimiento económico internacional	54
	1.3	Algunos rasgos peculiares de la actual fase expansiva	56
	1.4	Perspectivas y factores de riesgo	56
	2	Estados Unidos: crecimiento sostenido, pero escaso ahorro y creciente desequilibrio exterior	59
	3	Asia: elevado dinamismo, superávit exterior y acumulación de reservas	62
	3.1	Japón: se consolida la recuperación y se vislumbra el fin de la deflación	62
	3.2	China: prosigue la expansión con reformas limitadas	64
	3.3	Resto de Asia: expansión y signos de inflación	68
	4	América Latina: mejora de los fundamentos, pero ausencia de reformas	68
	5	Los países europeos no pertenecientes al área del euro: trayectorias desiguales	72
3 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN	1	Las condiciones económicas en el área del euro	77
	1.1	La actividad y el empleo	78
	1.2	Precios y costes	85
	2	Las políticas fiscales y estructurales en el área del euro	88
	2.1	La política fiscal	88
	2.2	Las políticas estructurales	90
	3	La política monetaria común y las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro	97
	3.1	Las decisiones de política monetaria	97
	3.2	La evolución financiera en la zona del euro	98
4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	1	Las políticas económicas	105
	1.1	Las condiciones monetarias y financieras	105
	1.2	La política fiscal	107
	1.3	Las otras políticas económicas	111
	2	La demanda	112
	2.1	La demanda nacional	112
	2.2	La demanda exterior	118
	3	La actividad	124
	4	El mercado de trabajo	125
	5	Los precios y los costes	131
	6	La competitividad y el saldo exterior	135
	6.1	La competitividad	135
	6.2	El saldo exterior y las necesidades de financiación	143

**5 LA EVOLUCIÓN
FINANCIERA EN ESPAÑA**

- 1 Los flujos financieros de la economía española 152
 - 1.1 Hogares y sociedades no financieras 152
 - 1.2 Administraciones Públicas 154
 - 1.3 La inversión y la financiación exterior de la economía española 156
- 2 Los mercados financieros españoles 160
 - 2.1 Los mercados primarios 160
 - 2.2 La actividad en los mercados secundarios 163
 - 2.3 Los precios negociados en los mercados secundarios 165
- 3 Los intermediarios financieros españoles 166
 - 3.1 Las entidades de crédito 167
 - 3.2 Los inversores institucionales 169
- 4 La posición patrimonial del sector privado no financiero 172
 - 4.1 Los hogares 172
 - 4.2 Las sociedades no financieras 175

**6 INFORME DE GESTIÓN
DEL BANCO DE ESPAÑA
EN 2005**

- 1 Introducción 183
- 2 Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema 183
- 3 Actividades internacionales 184
 - 3.1 Relaciones internacionales 184
 - 3.2 Conferencias, reuniones y seminarios organizados por el Banco de España 186
- 4 Análisis económico e investigación 187
 - 4.1 Áreas prioritarias de análisis 188
 - 4.2 Relaciones con la comunidad académica 188
 - 4.3 Difusión y comunicación 189
- 5 Supervisión y regulación bancaria 189
 - 5.1 Actividad supervisora 189
 - 5.2 Actividad sancionadora 191
 - 5.3 Cambios normativos 193
 - 5.4 Información financiera y prudencial 194
 - 5.5 Central de Información de Riesgos 195
 - 5.6 Proyecto de optimización de procesos 195
 - 5.7 Participación en el Programa de Evaluación del Sistema Financiero de España por el FMI 195
- 6 Funciones operativas 196
 - 6.1 La gestión de los activos del Banco de España 196
 - 6.2 La gestión de los sistemas de pagos 197
 - 6.3 La gestión de los billetes 198
- 7 Estadísticas 199
 - 7.1 La función estadística del Banco de España 199
 - 7.2 Principales novedades durante 2005 200
 - 7.3 Efectos estadísticos de la Circular (CBE 4 /2004) sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros 201
- 8 Servicio de Reclamaciones 202
- 9 Comunicación externa 203
 - 9.1 Relaciones con los medios de comunicación 203
 - 9.2 Programa de comunicación institucional 204
 - 9.3 El Portal del cliente bancario 205
 - 9.4 Cooperación con el SEBC 205
- 10 Organización y administración interna 206
 - 10.1 Políticas de Recursos Humanos 206
 - 10.2 Administración e Inmuebles 207

10.3	Difusión del patrimonio histórico	207
10.4	Gestión Documental Corporativa	208
10.5	Sistemas de Información	208
10.6	Auditoría Interna	209

**CUENTAS ANUALES
DEL BANCO DE ESPAÑA**

1	Balance y cuenta de resultados	214
2	Memoria explicativa	217
3	Información específica según el artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994	241

ANEJO LEGISLATIVO

1	Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2005 a marzo de 2006	249
2	Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación	279

ÍNDICES

Índice de cuadros	283
Índice de gráficos	285
Índice de recuadros	287

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

Organigrama general del Banco de España	291
Consejo de Gobierno	292
Comisión Ejecutiva	293

1 RASGOS BÁSICOS

Rasgos básicos

1 Introducción

En el año 2005 la economía española ha prolongado, e incluso intensificado, la larga fase de expansión en la que está inmersa desde mediados de los años noventa. En ese año, el crecimiento fue del 3,4%, frente al 3,1% del ejercicio precedente, según la tasa de variación anual del PIB. El impulso provino de un elevado dinamismo de la demanda nacional, que alcanzó una tasa del 5,1%, sostenida por la persistencia de unas condiciones monetarias y financieras muy holgadas para el momento cíclico de la economía española y por el propio empuje demográfico. La principal novedad ha sido la aceleración de la inversión en bienes de equipo, que ha respondido a las favorables condiciones de rentabilidad, saneamiento de balances y condiciones de financiación de las empresas. Sin embargo, dicha recuperación no ha sido suficiente para equilibrar significativamente un patrón de gasto que sigue fuertemente asentado en el consumo y en la inversión en construcción.

El crecimiento ha continuado siendo muy intensivo en la creación de empleo, lo que ha permitido reducir la tasa de paro a niveles que no se conocían en las últimas décadas, a pesar del fuerte incremento de la oferta de trabajo propiciado por las elevadas cifras de inmigración y el avance en la tasa de participación, particularmente por la creciente incorporación de la mujer al mercado de trabajo. La economía española ha continuado avanzando en la convergencia con los países de la Unión Europea, hasta alcanzar un 91% del nivel de renta per cápita de los 15 miembros anteriores a la ampliación y del 98% para el conjunto de los 25. No obstante, el crecimiento de la productividad observada del trabajo ha continuado siendo muy débil, e incluso ha retrocedido, en términos relativos, en el último ejercicio.

El impulso de la demanda nacional se ha visto crecientemente compensado por el drenaje que viene ejerciendo la demanda exterior neta, que ha llegado a restar 1,9 puntos de PIB en 2005, como consecuencia de un débil comportamiento de las exportaciones y de una creciente pujanza de las importaciones. El déficit de la cuenta corriente y las necesidades de financiación de la nación han aumentado hasta alcanzar máximos históricos. Aunque detrás de este comportamiento se encuentran algunos factores de carácter transitorio, existen indicios para pensar que también evidencia un deterioro de competitividad generado por una prolongada presión de la demanda interna, que no ha encontrado la suficiente flexibilidad de respuesta en la oferta y que se ha manifestado en persistentes diferenciales de inflación. El rebrote alcista de precios en 2005 ha reflejado, en parte, el encarecimiento del petróleo, pero también los sesgos que se derivan de la continuada presión del gasto y de las rigideces que prevalecen en la formación de costes y precios.

Las previsiones apuntan a una continuación del escenario actual de crecimiento, con una ligera tendencia a la desaceleración, asentada en un menor dinamismo de la demanda interna y en una cierta corrección de la contribución negativa de la demanda exterior neta. La recuperación del área del euro y la adaptación de las condiciones monetarias ayudarán, probablemente, a avanzar hacia dicho reequilibrio. Sin embargo, la materialización de este escenario, que permitiría seguir recortando la brecha de bienestar con los países más avanzados de la zona, requiere una adecuada absorción de los desequilibrios que se han ido generando a lo largo de tantos años de presión del gasto interior.

En este capítulo de rasgos básicos, después de analizar el contexto exterior de la economía española, prestando especial atención al área del euro en la que se deciden la política monetaria y las condiciones financieras, se profundiza en los factores que subyacen a la continuada

expansión de la economía. A continuación se analizan los riesgos para la sostenibilidad del crecimiento, que se derivan del elevado dinamismo del gasto y el alcance de los desequilibrios, que se manifiestan en términos de presiones inflacionistas y desajuste de competitividad, de creciente endeudamiento del sector privado y de aumento del déficit exterior. Finalmente, se abordan los retos que todo ello representa para la conducción de la política económica.

2 El contexto internacional y la zona del euro

El rasgo más destacado de la evolución de la economía internacional en 2005 fue la continuación de tasas de crecimiento del producto relativamente elevadas, en un entorno de baja inflación, a pesar del fuerte aumento del precio del petróleo, que cerró el año en torno a los 60 dólares por barril, cerca del doble de los niveles alcanzados a principios de 2004. La escalada en el precio del crudo en el bienio 2004-2005 ha sido, sobre todo, consecuencia del fuerte crecimiento de su demanda por parte de las economías más dinámicas, en particular China y Estados Unidos, así como de la baja capacidad excedente de producción y refino, de difícil ampliación en el corto plazo. En este sentido, a lo largo de 2005 se fue asentando la convicción de que el precio del petróleo permanecerá en los actuales niveles elevados por un período prolongado, sin que se puedan excluir repuntes adicionales, dado que la limitada capacidad excedente hace al mercado muy vulnerable a tensiones geopolíticas y a otras perturbaciones de oferta, tal como se puso de manifiesto en el verano de 2005 y, más recientemente, en la primavera de 2006, cuando el barril de crudo *Brent* alcanzó máximos históricos claramente por encima de 70 dólares por barril. En términos reales, sin embargo, el precio del petróleo ha continuado siendo inferior al observado a principios de los ochenta, aunque está resultando más persistente que entonces.

En 2005 la economía mundial continuó mostrando un elevado dinamismo, que le llevó a experimentar una tasa de avance del producto del 4,8%, tan solo cinco décimas por debajo del registro de 2004, y que estuvo impulsado por el crecimiento robusto de la actividad en Estados Unidos y en las economías emergentes de Asia (en particular, China e India). La consolidación de las expectativas de recuperación de Japón y, en menor medida, del área del euro dio un carácter ligeramente más equilibrado al crecimiento en 2005, si bien ambas regiones mantuvieron tasas de crecimiento muy inferiores al promedio mundial. A su vez, el repunte de la energía tuvo un impacto relativamente moderado sobre los índices generales de precios, al tiempo que la inflación subyacente y las expectativas de inflación se mantuvieron estables a nivel global. Esta situación de bonanza económica general se vio reflejada también en la evolución de los mercados financieros, que en 2005 cosecharon resultados muy positivos, en un contexto de baja volatilidad y de primas de riesgo, en general, reducidas.

El alza del precio del crudo no parece, pues, haber tenido las consecuencias sobre la actividad y la inflación que se observaron en el pasado. Ello se debió a la combinación de un conjunto de factores. En primer lugar, a diferencia de episodios anteriores (como los de 1973-1974, 1978-1980 y 1989-1990), caracterizados por recortes de oferta, el encarecimiento del crudo en esta ocasión ha respondido más bien a la fuerte presión de la demanda, motivada a su vez por la bonanza económica general y por la incorporación de nuevos países a la escena económica internacional. De esta forma, el impacto contractivo sobre la actividad se ha visto, de alguna manera, diluido dentro del contexto de fortaleza de la actividad económica mundial. En segundo lugar, las reformas estructurales llevadas a cabo en las últimas décadas para dotar de mayor flexibilidad a los mercados y disminuir la dependencia energética de los países industrializados parecen haber conferido a la economía mundial una mayor resistencia para enfrentarse a las consecuencias adversas del alza del petróleo. En tercer lugar, los gobiernos han evitado —en términos generales— la aplicación de políticas compensatorias que, en el pasado, solo sirvieron para retrasar los ajustes necesarios y, de este modo, terminaron aumentando su impacto contractivo. Finalmente, la ausencia de «efectos de segunda vuelta»

sobre salarios —en un contexto en el que la irrupción de China y otras economías emergentes en los mercados globales de bienes y servicios ha incrementado fuertemente la competencia, en particular en el sector manufacturero— permitió que las tensiones inflacionistas subyacentes permanecieran relativamente contenidas, propiciando que las políticas monetarias pudieran continuar siendo —aunque de manera decreciente a medida que avanzaba el año— globalmente alentadoras del crecimiento.

A pesar de la resistencia mostrada por la economía mundial frente a diversas perturbaciones, la evolución económica en 2005 también ha dejado patente la presencia de algunas vulnerabilidades ante posibles elevaciones de los tipos de interés (en particular, de los tipos a largo plazo, que permanecen en niveles «anormalmente» bajos) o ante revisiones de las expectativas de rentas futuras de los agentes económicos. Así, las políticas fiscales y monetarias acomodaticias de los últimos años, si bien han contribuido a sostener los elevados niveles de actividad, han traído también consigo en numerosos países industrializados un proceso de fuertes y generalizadas revalorizaciones en el precio de los activos, tanto financieros como reales, en particular de la vivienda, que ha venido acompañado por un elevado endeudamiento. La experiencia reciente de algunos países que han sufrido frenazos acusados en las tasas de crecimiento de los precios de la vivienda indica que el impacto sobre el consumo de una estabilización de estos precios puede llegar, en ocasiones, a ser significativo.

La información disponible sobre 2006 apunta, por un lado, a la continuidad de la situación de bonanza económica general, en un entorno quizás algo menos dinámico, debido a la permanencia de elevados precios energéticos y a su volatilidad, y, por otro lado, a la persistencia de riesgos fundamentalmente a la baja sobre el crecimiento global. En este último sentido, ni la distribución del crecimiento mundial —a pesar de que tendió a equilibrarse ligeramente en comparación con el año anterior— ni la evolución del dólar —cuyo tipo de cambio efectivo nominal se apreció en torno a un 6% en el transcurso del año— contribuyeron a la corrección de los desequilibrios globales en 2005. Tampoco la reforma cambiaria de julio de 2005 en China, que consistió en la vinculación formal del renminbi a una cesta de divisas y su revaluación frente al dólar en un 2,1%, ni su leve apreciación posterior parecen haber contribuido de forma suficiente a esta corrección. La distribución de los saldos por cuenta corriente se mantuvo prácticamente inalterada en 2005 y el déficit estadounidense marcó un nuevo récord, equivalente al 6,4% de su PIB y al 1,8% de la renta mundial. De este modo, la posibilidad de que la persistencia de estos desequilibrios pueda terminar afectando a la estabilidad del sistema monetario internacional y al crecimiento global continúa vislumbrándose como el principal riesgo a medio plazo al que se enfrenta la economía mundial, al que se unen, a más corto plazo, las posibles perturbaciones en el mercado de petróleo derivadas de tensiones geopolíticas. Tal como han venido señalando diversos análisis, la corrección ordenada de estos desequilibrios pasa necesariamente por una combinación de políticas fiscales más restrictivas en Estados Unidos, por una mayor flexibilidad cambiaria en Asia y por reformas estructurales en Europa y en Japón que ayuden a incrementar su capacidad de crecimiento potencial.

Durante el primer semestre de 2005 el área del euro no fue capaz de beneficiarse de la favorable situación de la economía mundial. Así, el pulso de la actividad económica —y, en particular, la demanda interna— permaneció débil, en línea con las tendencias que se venían detectando desde el segundo semestre de 2004, y las perspectivas de crecimiento para el conjunto del año se fueron rebajando progresivamente según transcurrían los meses. Sin embargo, esta fase de atonía se superó en el tercer trimestre, cuando el crecimiento del área experimentó una notable aceleración, impulsado por la inversión —favorecida por unas condiciones financieras muy favorables y por la fortaleza de los beneficios empresariales— y las exportaciones —apoyadas, a su vez, en el fuerte crecimiento del comercio mundial y en la evolu-

ción del tipo de cambio, que se depreció a lo largo de 2005 alrededor de un 6% en términos efectivos nominales con respecto a los niveles del año anterior. Con todo, el área del euro creció un modesto 1,4% en el conjunto del ejercicio, frente a un 1,8% en 2004. La información disponible de finales de 2005 y principios de 2006 apunta a una progresiva consolidación de la recuperación, en línea con un escenario de avance de la actividad, hasta tasas próximas al ritmo de crecimiento potencial, que convivirían, no obstante, durante un cierto tiempo, con una insuficiente utilización de la capacidad disponible. Sin embargo, este escenario no está exento de riesgos. En particular, la ausencia de señales nítidas de una recuperación del empleo y del consumo constituye un elemento de incertidumbre para las perspectivas de crecimiento sostenido de la actividad del área en el corto y medio plazo, que se une a los riesgos externos antes mencionados.

En el frente de los precios, la tasa de crecimiento del IAPC fue del 2,2% en 2005, ligeramente por encima de la referencia que a medio plazo se considera compatible con la estabilidad. La evolución del índice general reflejó a lo largo del año las oscilaciones del precio del petróleo, al tiempo que la inflación subyacente se desaceleraba suavemente, hasta alcanzar niveles por debajo del 1,5%. Por su parte, las expectativas inflacionistas permanecieron contenidas y los crecimientos salariales moderados, en un contexto de debilidad de la demanda agregada y del mercado de trabajo, de modo que no se observó la emergencia de tensiones en el núcleo subyacente de la inflación. No obstante, la creciente percepción del encarecimiento del petróleo como un fenómeno persistente tiende a incrementar el riesgo de que las alzas de los costes de producción terminen provocando aumentos de precios en el conjunto de los sectores y se interrumpa la moderación salarial, especialmente si se confirman el fortalecimiento progresivo de la actividad económica y la recuperación del mercado de trabajo. El repunte en la primavera del 2006 del precio del crudo hasta niveles claramente superiores a los 70 dólares por barril acentúa estos riesgos.

A medida que en el transcurso del año —y, en particular, a partir del verano— se fueron haciendo patentes los riesgos para la inflación, en un entorno de progresivo afianzamiento de la recuperación, el BCE fue adoptando una actitud de creciente vigilancia frente a la posible materialización de los mismos, con la intención de preservar el papel preventivo de la política monetaria. Finalmente, en su reunión del 1 de diciembre el Consejo de Gobierno elevó los tipos de interés oficiales —que durante dos años y medio habían permanecido inalterados en niveles históricamente bajos— en un cuarto de punto. Un ajuste adicional de la misma magnitud fue decidido en la reunión del 2 de marzo de 2006, lo cual situaba el nivel de tipos en el 2,5% y acababa con un período prolongado de tipos reales a corto plazo negativos. A pesar de estos ajustes, la política monetaria del BCE mantiene un tono favorable a la expansión de la demanda interna, cuyo dinamismo no está todavía plenamente consolidado.

En el ámbito fiscal, los problemas surgidos como consecuencia del incumplimiento de algunas de las cláusulas del Pacto de Estabilidad y de Crecimiento, particularmente en la aplicación de los Procedimientos de Déficit Excesivo abiertos a Alemania y a Francia, desembocaron en una profunda revisión del marco institucional que gobierna las políticas fiscales en el área del euro. En marzo de 2005 el Consejo Europeo ratificó el acuerdo para modificar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que, junto con la reforma de algunos aspectos concretos de los brazos preventivo y correctivo del mismo, postula una serie de acciones para estimular el compromiso institucional con la disciplina fiscal. La eficacia de estas acciones está, sin embargo, condicionada a su aplicación estricta y a un mayor compromiso por parte de los países con su cumplimiento. No obstante, la evolución presupuestaria de los Estados miembros estuvo caracterizada en 2005, como en años anteriores, por un insuficiente esfuerzo de consolidación fiscal y por el mantenimiento de elevados déficits estructurales, de modo que, una

vez más, no se cumplieron en la mayor parte de los países los objetivos de déficit y deuda contenidos en los programas de estabilidad. Además, de acuerdo con los planes presupuestarios para este año, tampoco en 2006 tendrá lugar una corrección significativa de los desequilibrios existentes.

La persistencia de elevados déficits estructurales ha privado a la política fiscal en diversos países del suficiente margen de maniobra para que operasen los estabilizadores automáticos en la fase baja del ciclo, de manera que ha sido el mantenimiento de un nivel reducido de los tipos de interés durante un período muy prolongado el principal factor que ha permitido estimular la recuperación de la actividad en la zona del euro, en la medida en que no se percibían riesgos para el objetivo último de garantizar la estabilidad de precios en el medio plazo. No obstante, también han desempeñado un cierto papel algunas reformas estructurales, particularmente del mercado de trabajo, emprendidas en el pasado. Sin embargo, el escaso dinamismo económico del área en los últimos tiempos indica que, a pesar de los avances conseguidos, subsisten obstáculos que, más allá de factores coyunturales, limitan la capacidad de crecimiento potencial de la economía. Estos obstáculos se hacen más evidentes cuando se tienen en cuenta los desafíos planteados por el proceso de globalización de la economía y el envejecimiento de la población.

En el año 2005 se produjo un relanzamiento de la Agenda de reformas estructurales diseñada en Lisboa cinco años atrás. En marzo, el Consejo Europeo examinó el grado de cumplimiento de los objetivos fijados y constató que, si bien se habían registrado avances en cuanto a la utilización del factor trabajo, el balance global no resultaba satisfactorio, en particular en lo relativo a la evolución de la productividad, el ritmo de innovación y de adopción de nuevas tecnologías, el dinamismo de la iniciativa empresarial y el grado de integración de los mercados. El exceso de objetivos simultáneos y la falta de definición de prioridades, junto con la ausencia de un compromiso político inequívoco por parte de los Estados miembros, fueron identificados como factores determinantes del insuficiente grado de progreso. A la luz de este análisis, los Jefes de Estado y de Gobierno adoptaron una nueva estrategia de relanzamiento de la Agenda, basada en dos ideas claves: concentrar los esfuerzos en los ámbitos más relevantes para el crecimiento económico y la creación de empleo, y delimitar con más claridad el reparto de responsabilidades entre los niveles comunitario y nacional, implicando en mayor medida a los agentes nacionales en el diseño y aplicación de las reformas.

En julio de 2005 la Comisión presentó el conjunto de acciones dentro de su ámbito de actuación. En el Programa de la Comisión se establecen como prioridades: la creación de un auténtico mercado único de servicios, la culminación del mercado europeo de la energía, la reducción de la carga regulatoria comunitaria, la mejora del entorno para la innovación y la liberalización efectiva del comercio internacional. En la segunda parte del año, por su parte, los Estados miembros —que retienen la responsabilidad sobre la mayor parte de las políticas necesarias para la consecución de los objetivos finales— presentaron los Programas Nacionales de Reforma, articulados en torno a cinco ámbitos prioritarios: la mejora del funcionamiento de los mercados de trabajo, el perfeccionamiento del entorno regulatorio en el que se desenvuelve la actividad de las empresas, la promoción de reformas educativas encaminadas a aumentar la calidad de la enseñanza, el fomento de la investigación y del desarrollo, y la consecución de la sostenibilidad y calidad de las finanzas públicas. Tras analizar los contenidos de los programas, la Comisión Europea presentó el pasado 25 de enero un Informe Anual de Progreso, en el que subrayaban aquellos elementos de los programas que debían servir de referencia, y el ECOFIN de marzo de 2006 decidió otorgar la máxima prioridad a la instrumentación y al reforzamiento, si fuera necesario, de las medidas acordadas en los Programas Nacionales de Reforma.



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

A pesar de que los compromisos alcanzados tras esta revisión suponen un punto de partida razonable para el fortalecimiento del proceso de reformas, es difícil saber en qué medida estas propuestas constituyen instrumentos suficientes para alcanzar los objetivos trazados, pues, en definitiva, la voluntad de las autoridades políticas y de los agentes sociales seguirá siendo un ingrediente esencial. Es muy importante que se aproveche el ciclo de expansión económica que parece estar avicinándose para poner en marcha el abanico de reformas estructurales necesarias, puesto que las fases de mayor dinamismo de la actividad permiten minimizar los posibles costes a corto plazo de las mismas.

3 Continuidad de la expansión impulsada por la demanda interior

Durante el pasado año, la economía española prolongó la expansión que ha mantenido, con mayor o menor intensidad, desde mediados de la década anterior. En 2005 el dinamismo del PIB se fortaleció, al alcanzar un crecimiento del 3,4%, tres décimas por encima del registrado en 2004 (véase gráfico 1.1). El producto mostró, además, un perfil ligeramente ascendente, de forma que finalizó el ejercicio con un aumento interanual del 3,5% en el cuarto trimestre. La expansión de la economía mundial proporcionó un marco favorable para esta evolución, aunque algo matizado por la debilidad que todavía caracterizó a la zona del euro durante buena parte del año. No obstante, fueron los factores internos los que continuaron impulsando la actividad en España, como ha sucedido a lo largo del actual período expansivo. El dinamismo

de la economía continuó atrayendo intensos flujos de inmigración, que han estado actuando, a su vez, como factor impulsor del mismo.

Los resultados de la economía en 2005 se sitúan en el contexto de las nuevas estimaciones de la Contabilidad Nacional, correspondientes a la base 2000, que el INE comenzó a publicar el pasado año. Estas estimaciones han supuesto una notable revisión al alza del crecimiento del PIB, que alcanzó una tasa media anual del 3,7% entre 1996 y 2004, 0,4 puntos porcentuales (pp) por encima de la estimada por la CNE 1995 para ese mismo período. Las revisiones han sido especialmente significativas a partir de 1999 —entre 0,4 pp y 0,7 pp— y han puesto de manifiesto que la actual fase de crecimiento ha alcanzado una intensidad y una dimensión superiores a lo inicialmente estimado, y que el impulso de las fuerzas expansivas ha sido también más potente. En particular, el dinamismo de la población y del empleo, uno de los factores que mayor soporte ha proporcionado al crecimiento, ha superado en estos años las cotas que en un principio se le atribuyeron, debido sobre todo a la importancia de los flujos inmigratorios.

En efecto, los nuevos datos del Censo 2001 y del Padrón Continuo muestran que la población española se incrementó en 4,3 millones de personas entre 1998 y 2005, de los cuales el 73% fueron inmigrantes, que pasaron a representar, en el último año, una proporción del 8,5% de la población total. La incorporación de la información procedente de estas fuentes en las estimaciones de la EPA ha permitido cuantificar la importancia del fenómeno de la inmigración para el mercado de trabajo. Así, la población activa extranjera aumentó a una tasa media anual del 36%, entre 1998 y 2005, frente a un crecimiento medio del 3,5% de la población activa total, proporcionando el 46% de los nuevos activos. En 2005, el crecimiento de la población extranjera conservó una fortaleza muy notable (del 23%), sin que se percibieran signos de moderación en relación con 2004, y la población activa total volvió a incrementarse un 3,2%. La intensidad de estos flujos poblacionales se ha reflejado en la creación de empleo. Según la Contabilidad Nacional, el número de puestos de trabajo equivalente avanzó a un ritmo medio anual del 3,3% en el período 1996-2004 —lo que supone una importante revisión al alza en relación con el 2,6% que estimaba la CNE en base 1995— y en 2005 el empleo creció un 3,1% adicional (véase cuadro 1.1).

El tono de las condiciones monetarias y financieras continuó siendo extraordinariamente favorable del crecimiento del gasto. Los tipos de interés mantuvieron niveles muy bajos, a pesar del repunte que registraron en la segunda mitad del año, mientras que el patrimonio de familias y empresas, en activos tanto financieros como no financieros, experimentó revalorizaciones importantes, debido al aumento de las cotizaciones bursátiles y a las nuevas elevaciones del precio de la vivienda —aunque menores que las registradas en años anteriores—. En general, los niveles de confianza de empresas y consumidores y las expectativas de crecimiento de la demanda y de las rentas se mantuvieron elevados. En estas condiciones, la demanda nacional se incrementó un 5,1% en 2005, retornando a tasas que no se alcanzaban desde el año 2000, aunque a lo largo del ejercicio mostró un perfil de ligera desaceleración.

En particular, estos estímulos continuaron sosteniendo el consumo y la inversión residencial de las familias, que en 2005 crecieron a tasas elevadas, similares a las registradas en 2004, del 4,4% y del 6%, respectivamente. La renta disponible experimentó una ligera aceleración en términos reales, hasta registrar una tasa de crecimiento próxima al 3%, apoyada en la fuerte generación de empleo. Por su parte, el aumento de la riqueza de los hogares volvió a ser significativo, impulsando el ritmo de avance del consumo por encima del de la renta y dando lugar a un nuevo recorte de la tasa de ahorro. Además, el bajo coste de la financiación

		2000	2001	2002	2003	2004	2005
INDICADORES DE CONVERGENCIA REAL (España/UE) (b)	PIB per cápita en corriente (en PPC de la UE 25)	92,2	93,2	95,2	97,4	97,6	98,2
	PIB per cápita (c)	96,7	97,4	97,8	98,2	97,6	98,2
	<i>Productividad aparente del trabajo</i>	103,0	102,3	101,7	101,1	99,7	98,7
	<i>Tasa de ocupación</i>	91,9	93,0	93,8	94,7	95,4	96,9
	<i>Población 16-64 / población total</i>	102,2	102,4	102,5	102,5	102,6	102,7
DEMANDA Y PRODUCTO. ÍNDICES DE VOLUMEN (d)	Consumo privado	5,0	3,2	2,9	2,6	4,4	4,4
	Consumo público	5,3	3,9	4,5	4,8	6,0	4,5
	Formación bruta de capital	6,0	4,2	3,5	5,4	4,8	6,9
	<i>Capital fijo en equipo</i>	7,1	0,1	-2,9	2,5	3,7	9,5
	<i>Capital fijo en construcción</i>	6,0	6,8	6,2	6,3	5,5	6,0
	Exportación de bienes y servicios	10,3	4,0	1,8	3,6	3,3	1,0
	Importación de bienes y servicios	10,8	4,2	3,9	6,0	9,3	7,1
	Producto interior bruto	5,0	3,5	2,7	3,0	3,1	3,4
EMPLERO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (d)	Empleo total	5,0	3,2	2,4	2,5	2,6	3,1
	Tasa de paro	13,9	10,6	11,5	11,5	11,0	9,2
	Remuneración por asalariado	2,9	3,6	3,3	3,4	3,3	2,5
	Costes laborales unitarios	2,8	3,3	3,0	2,9	2,8	2,3
	Deflactor del PIB	3,5	4,2	4,4	4,0	4,1	4,4
	Índice de precios de consumo (DIC-DIC)	4,0	2,7	4,0	2,6	3,2	3,7
	Índice de precios de consumo (media anual)	3,4	3,6	3,5	3,0	3,0	3,4
	Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC) (e)	1,2	1,0	1,3	1,0	0,9	1,2
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (f)	Ahorro de los sectores residentes (g)	23,1	23,0	24,0	24,5	23,5	23,2
	<i>Administraciones Públicas (g)</i>	2,3	2,9	3,3	3,5	3,3	4,7
	Inversión de los sectores residentes	26,3	26,4	26,6	27,5	28,3	29,7
	<i>Administraciones Públicas</i>	3,1	3,4	3,6	3,5	3,4	3,6
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	-3,2	-3,4	-2,6	-3,0	-4,8	-6,5
	<i>Administraciones Públicas</i>	-0,9	-0,5	-0,3	0,0	-0,1	1,1
	Deuda bruta de las Administraciones Públicas	59,2	55,6	52,5	48,9	46,4	43,2
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (h)	Tipo de intervención semanal del BCE	4,0	4,3	3,2	2,3	2,0	2,0
	Tipo de la deuda pública a diez años	5,5	5,1	5,0	4,1	4,1	3,4
	Tipo sintético del crédito bancario	5,9	5,8	4,9	4,1	3,9	3,9
	Índice General de la Bolsa de Madrid (base DIC 1985 = 100)	994,8	853,4	723,6	706,4	863,3	1.066,1
	Tipo de cambio dólar/euro	0,92	0,90	0,94	1,13	1,24	1,24
	Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (i)	95,76	96,27	97,09	100,00	100,76	100,90
	Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (j)	96,73	98,34	100,20	104,61	107,75	109,08
	Tipo de cambio efectivo real con UEM (j)	101,24	102,45	103,13	104,25	106,56	107,98
	Medios de pago	4,4	6,8	10,5	12,0	11,3	14,4
	Activos líquidos (k)	8,1	9,5	8,7	8,7	7,1	11,4
	Financiación total de las familias	17,6	12,6	16,2	19,0	20,1	21,2
	Financiación total de las empresas no financieras	18,1	17,4	12,4	13,5	12,9	20,1

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

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

b. UE = 100.

c. Calculado a partir de las series a precios constantes de 2005 y en PPC de la UE 25.

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

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 1999 I = 100.

j. Base 1999 I = 100. Medidos con costes laborales unitarios.

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

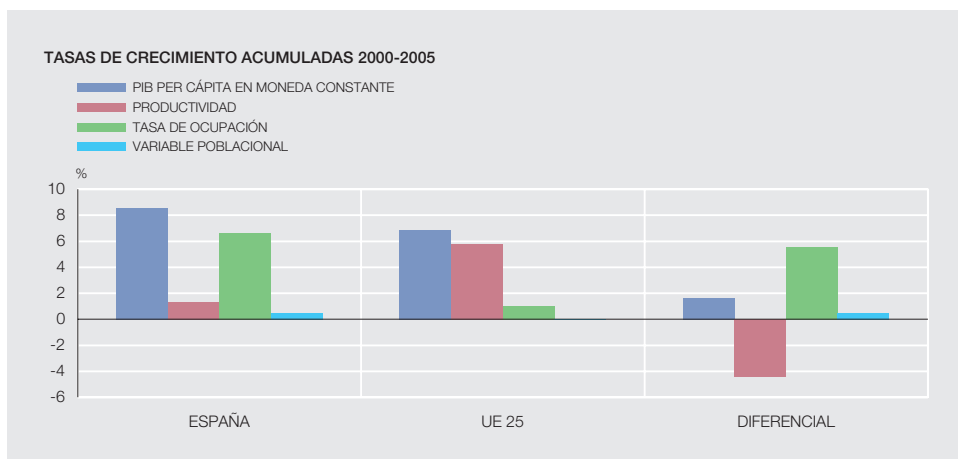
hipotecaria siguió ejerciendo efectos estimulantes sobre la inversión residencial. No obstante, en la segunda mitad del año se apreció un cierto freno en la expansión del gasto de las familias, que redujo su dinamismo en línea con las pautas que apuntan algunos de sus principales determinantes, como la menor revalorización de los activos inmobiliarios y el mayor coste de la financiación hipotecaria.

La inversión en bienes de equipo experimentó un repunte notable en 2005, acelerándose en casi 6 pp, hasta crecer un 9,5%. Esta aceleración vino precedida por una fuerte recuperación en la segunda mitad de 2004 y se mantuvo a lo largo del pasado año. La mejora de la inversión empresarial fue resultado del afianzamiento de la actividad y del clima económico que caracterizó a 2005. Un afianzamiento que estuvo concentrado en aquellas actividades que están realizando un mayor esfuerzo inversor, como algunos servicios —el transporte o los servicios empresariales— y la construcción. La holgura que viene caracterizando a las condiciones de financiación de la economía continuó respaldando el avance de la inversión empresarial. Por otra parte, la obra pública experimentó una recuperación sustancial durante el pasado año, de forma que, en conjunto, la construcción no residencial creció más que en 2004.

Al igual que en años anteriores, en 2005 el empuje de la demanda nacional se filtró en una fracción significativa hacia el exterior, a pesar de que la penetración de las importaciones en el mercado interior aumentó a un ritmo algo menor que en 2004. Por su parte, las exportaciones de bienes se estancaron, en contraste con el dinamismo del comercio mundial, y su atonía no pudo ser compensada por la recuperación del turismo. En el conjunto de 2005, la demanda exterior neta intensificó su contribución negativa al crecimiento, aunque en la segunda mitad se observó una cierta atenuación de este efecto por la mejora del turismo receptor y por la suave desaceleración de las importaciones, que aun así mantuvieron incrementos elevados.

En definitiva, el mayor dinamismo de la actividad económica en 2005 vino acompañado de una intensificación de las presiones de la demanda interna y de una mayor detracción ejercida por la demanda exterior, en un contexto de fuerte expansión de la población y del empleo, de mantenimiento de unas condiciones monetarias y financieras holgadas, y de un nuevo deterioro de la competitividad precio. Solo en los trimestres finales del año se apreció un cierto reequilibrio de ambos componentes de la demanda, favorecido por la moderación del gasto de los hogares. De acuerdo con el patrón de la demanda, el mayor crecimiento de la actividad en 2005 tuvo su origen en el mayor dinamismo de la construcción y de los servicios, mientras que la industria, aunque también se recuperó, mantuvo un ritmo de avance muy modesto, acorde con la atonía de las exportaciones de bienes y con la creciente penetración de las importaciones.

La composición sectorial del producto y el aumento de la oferta laboral explican, en gran medida, que el crecimiento haya continuado siendo fuertemente intensivo en empleo y siga estando caracterizado, como contrapartida, por unas ganancias de productividad del trabajo muy reducidas a nivel agregado, si bien se aprecian importantes discrepancias entre sectores. Las elevadas tasas de desempleo que ha registrado la economía española en las últimas décadas y los importantes flujos de inmigración que ha recibido, más recientemente, avalan la idoneidad de que, en la coyuntura actual, el crecimiento sea intensivo en la creación de empleo. Este hecho ha permitido seguir avanzando en la reducción de la tasa de desempleo, que al finalizar el año 2005 se situó en el 8,7% —la más baja desde finales de la década de los setenta—, y solo ligeramente por encima de la media de la UEM, donde algunos países, como Francia y Alemania, obtuvieron peores registros.



FUENTE: Banco de España.

a. Contabilidad Nacional, base 2000. Los datos de 2005 son provisionales.

Una implicación de este patrón de comportamiento es que los avances en la convergencia real de la economía española hacia los niveles de renta per cápita del conjunto de la UE se están basando, casi exclusivamente, en el fuerte aumento del empleo. Como puede apreciarse en el gráfico 1.2, la productividad relativa de España en relación con la UE ha registrado un cierto retroceso en los años más recientes, ampliándose, todavía más, la brecha de productividad con economías más dinámicas, como la de Estados Unidos. Es cierto que, en la situación actual, el proceso de aumento de la tasa de ocupación tiene todavía un margen de recorrido. De una parte, la tasa de actividad española es aún reducida y puede crecer a través del aumento de la participación femenina y del mantenimiento de los flujos de inmigración, que, aunque pierdan intensidad, seguirán elevando la participación media. De otra parte, un crecimiento intensivo en empleo facilitará la absorción de una oferta laboral creciente. Sin embargo, a medida que la brecha entre las tasas de ocupación de España y de la UEM se vaya cerrando, solo un mayor dinamismo de la productividad puede asegurar la continuidad de la convergencia real a medio plazo.

Las perspectivas para 2006 apuntan a la continuación del cuadro de expansión que se desprende de las nuevas cifras de la CNE. Este año se ha iniciado con ritmos de crecimiento elevados —el avance del PIB en el primer trimestre fue del 3,5%—. El crecimiento del producto se ha seguido sustentando en los factores impulsores de la actividad que han venido operando en los últimos años, particularmente en el dinamismo del empleo. En cualquier caso, parece prolongarse la tendencia de suave desaceleración de la demanda nacional que se fue definiendo a lo largo de 2005.

Cabe prever que estas tendencias continúen en lo que resta de 2006, de manera que en el promedio del año el crecimiento sea algo menor que en 2005, reflejando un cierto debilitamiento de los impulsos expansivos por el lado de la demanda, en respuesta a la desaceleración del precio de la vivienda y al tono algo menos holgado de las condiciones monetarias. No obstante, persiste cierta incertidumbre —agravada, recientemente, por la creciente tensión en los mercados internacionales de crudo— sobre la intensidad de la desaceleración del gasto interior y sobre la moderación del drenaje que viene ejerciendo la demanda exterior neta. En este marco, no se puede descartar que se sigan produciendo presiones alcistas sobre los precios, como las registradas en los primeros meses del año, o que continúe ampliándose el desequilibrio exterior.

Para asegurar la sostenibilidad del crecimiento a medio y largo plazo es preciso, por tanto, corregir los desequilibrios que ha generado la prolongación de un patrón de crecimiento basado en el fuerte impulso de la demanda nacional. El siguiente epígrafe se detiene en el análisis de los riesgos más relevantes.

4 Naturaleza y alcance de los riesgos que genera la continuada presión de la demanda

El dinamismo de la demanda nacional durante 2005, que se ha descrito en el epígrafe anterior, permitió prolongar el largo período de expansión de la economía española, pero, al mismo tiempo, ha sostenido y alimentado los desequilibrios que venían acumulándose, impulsando las tensiones de precios, el deterioro de la competitividad, el déficit exterior y el endeudamiento del sector privado.

El crecimiento del gasto a un ritmo superior al que puede satisfacer la oferta en condiciones de estabilidad ha generado tensiones inflacionistas, si bien la composición del gasto interno, con un peso significativo de la demanda de bienes y servicios de consumo y de la inversión en construcción, tampoco es ajena al mantenimiento de una tasa de inflación elevada. Además, este rebrote ha conducido a una ampliación del diferencial con la UEM, cuya inflación se vio influida por el contexto de debilidad relativa de la demanda que caracterizó a la zona del euro durante buena parte del pasado año.

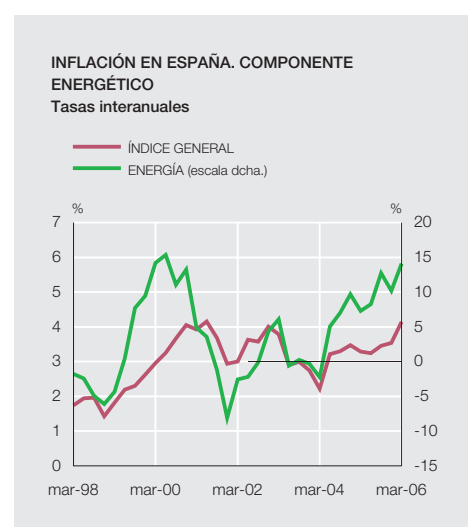
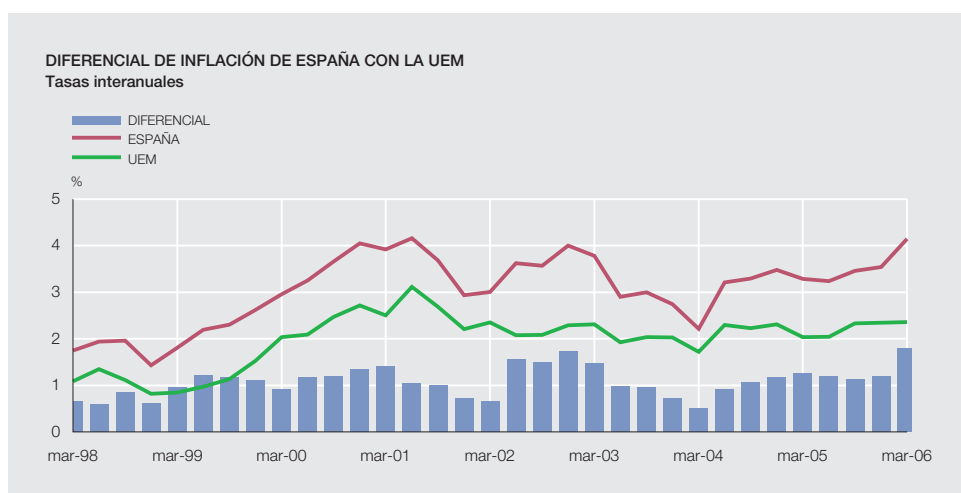
El consiguiente deterioro de la competitividad precio —junto con el empuje del gasto— se reflejó en un aumento sustancial del déficit externo, que ha alcanzado en 2005 su nivel más alto desde mediados de los años setenta del siglo pasado, lo que, a su vez, ha motivado que la necesidad de financiación de la nación se haya situado en máximos históricos. Un hecho que refleja, fundamentalmente, el fuerte incremento de las necesidades de financiación de las empresas, y sobre todo de las familias, como consecuencia de un aumento del gasto privado por encima de la generación de rentas.

Si estos desequilibrios continuaran intensificándose, sería difícil prolongar a medio plazo el dinamismo que ha vivido la economía española desde mediados de la década de los noventa, por lo que reviste gran trascendencia acotar su alcance e identificar sus posibles implicaciones.

4.1 LAS PRESIONES INFLACIONISTAS Y EL DETERIORO DE LA COMPETITIVIDAD

En 2005 la inflación siguió mostrando unas tasas de crecimiento elevadas (3,4%, en media anual, tanto en términos del IPC como del IAPC), incluso algo superiores a las alcanzadas en los dos años anteriores. Además, los precios se aceleraron más rápidamente que en la UEM, con lo que el diferencial de inflación —medido con el IAPC— se amplió a 1,2 pp en la media del año. El incremento de la inflación fue especialmente acusado a finales de 2005 y durante los primeros meses de 2006: en concreto, en el primer trimestre del presente año la tasa de inflación se situó por encima del 4%, 1,8 pp por encima del crecimiento en la UEM, si bien cabe esperar que el diferencial se vaya reduciendo a lo largo del año (véase gráfico 1.3). Este comportamiento inflacionista es el resultado de una intensa presión de la demanda y de una insuficiente capacidad de respuesta por parte de la oferta, y refleja tanto un cierto componente cíclico como las rigideces estructurales que prevalecen en algunos mercados.

Desde la perspectiva de la formación de precios, hay que constatar que en 2005 se experimentó una disminución de la tasa de variación de la remuneración por ocupado, hasta el 2,3%, que se debe a la incorporación de trabajadores con niveles salariales y de productividad inferiores a la media, pues el aumento de las tarifas salariales se mantuvo en torno al 3% y se activaron las cláusulas de salvaguarda correspondientes al año anterior, que añadieron 0,6 pp al incremento salarial. Con todo, el ritmo de crecimiento de la remuneración por asalariado siguió siendo más alto que en la UEM, al tiempo que las ganancias de productividad continua-



FUENTE: Eurostat.

ron siendo más reducidas, con lo que los costes laborales unitarios españoles mostraron un ritmo de expansión 1,5 pp más elevado que la zona del euro. En el caso de las manufacturas, donde la producción es más sensible a las presiones de costes por la intensa competencia en la que se desenvuelven, el diferencial fue todavía superior, pues los costes laborales unitarios españoles crecieron a una tasa más de 2 pp por encima de la registrada en la UEM. Por su parte, también el diferencial del excedente bruto de explotación por unidad de producto se amplió, durante 2005, en todas las ramas productivas, aunque fue significativamente mayor en aquellas menos expuestas a la competencia internacional, como la construcción y los servicios. De hecho, aunque el margen en las manufacturas mejoró en 2005, ese incremento fue inferior al que se observó en la misma rama de la UEM.

Estas diferencias en la formación de precios por ramas productivas se reflejan, en buena medida, en la evolución de los precios de consumo. El deterioro del diferencial de inflación con la UEM no puede achacarse exclusivamente al encarecimiento del petróleo, ya que el efecto directo de los mayores precios de la energía sobre el IAPC fue algo menor en España que en la UEM. De hecho, el grueso del diferencial con la UEM se explica por la fuerte inercia de la inflación subyacente española, que se encuentra, a su vez, muy influida por la persistente dualidad que se manifiesta en una tasa de incremento de los precios de los servicios con gran

resistencia a crecer a ritmos significativamente inferiores al 4% (1,5 pp por encima de la UEM), mientras que los precios de los bienes industriales no energéticos aumentan a un ritmo del 1%. A esto se unió en 2005 una evolución de los precios de los alimentos que siguió siendo más alcista en España: en el caso de los alimentos no elaborados, el diferencial con la UEM se redujo, pero continuó mostrando una magnitud considerable (2,5 pp), mientras que los precios de los elaborados se incrementaron a un ritmo de 1,5 pp por encima de los de la zona del euro. Todo lo cual hace evidente que la elevada tasa de inflación española anida, sobre todo, en sectores protegidos de la competencia exterior o insuficientemente liberalizados, como la distribución comercial y otros servicios. La rigidez en estos sectores, junto con los mecanismos de indexación existentes, ha facilitado una propagación más intensa de los impulsos de la demanda sobre la tasa de crecimiento de los precios.

La acumulación de diferenciales de inflación año tras año ha ido generando un desalineamiento de la competitividad española, que se manifiesta en la evolución relativa tanto de los precios de consumo como de los costes laborales unitarios o de los precios industriales. En el caso de los precios de exportación, la evolución en España en los últimos años había sido relativamente moderada, más en línea con la de nuestros competidores, pues las presiones de costes se compensaban con la contención de márgenes del sector exportador, pero en 2005 los precios de las ventas al exterior también han crecido a tasas sustancialmente más altas que las de los países con los que competimos, con el consiguiente deterioro de nuestras cuotas de exportación.

Las pérdidas de competitividad actúan, en principio, como un mecanismo de corrección del exceso de demanda, porque la detracción de crecimiento que realiza el sector exterior limita la expansión de las rentas de familias y empresas, y tiende a frenar el gasto. Sin embargo, cuando no existen restricciones significativas a la financiación del déficit exterior — como es el caso de una unión monetaria —, esta forma de ajuste ejerce sus efectos con notable lentitud, como lo demuestra la persistente pujanza de la demanda en el caso español. En consecuencia, no cabe esperar que la pérdida de competitividad, por sí sola, pueda corregir estos desajustes. Por otra parte, no debe olvidarse que los efectos que generan estos procesos pueden ser difíciles de revertir, dada la probable existencia de *histéresis*, que entorpece la recuperación de mercados exteriores una vez que las exportaciones nacionales han retrocedido en algunos países o mercados. Y lo que es más relevante aún, desde el punto de vista de sus implicaciones, la restauración de los niveles de competitividad dentro de una unión monetaria, donde no existe posibilidad de ajustar el tipo de cambio, exige un comportamiento muy flexible de precios y salarios o la generación de rápidos incrementos de productividad, que no suelen ser posibles a corto plazo, particularmente mientras se mantenga, como es deseable, un elevado dinamismo del empleo.

4.2 EL AUMENTO DE LAS NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DEL SECTOR PRIVADO

Los principales elementos que se encuentran detrás de los fuertes estímulos de demanda en los que se apoya la prolongada expansión de la economía española explican, igualmente, que empresas y familias continúen financiando una parte importante de sus decisiones de gasto con cargo a sus ingresos futuros esperados. Así, el contexto de estabilidad macroeconómica que suministra la pertenencia a la UEM, las expectativas de crecimiento de las rentas y unas condiciones de financiación que mantuvieron un notable grado de holgura a lo largo del pasado ejercicio siguen impulsando el endeudamiento del sector privado no financiero.

La financiación recibida por las sociedades aumentó a tasas en el entorno del 20%, lo que propició nuevos avances tanto de sus ratios agregadas de endeudamiento como de la carga financiera asociada. Este crecimiento está, en parte, vinculado a la recuperación de la inversión en bienes de equipo y es reflejo del comportamiento de las compañías industriales, que

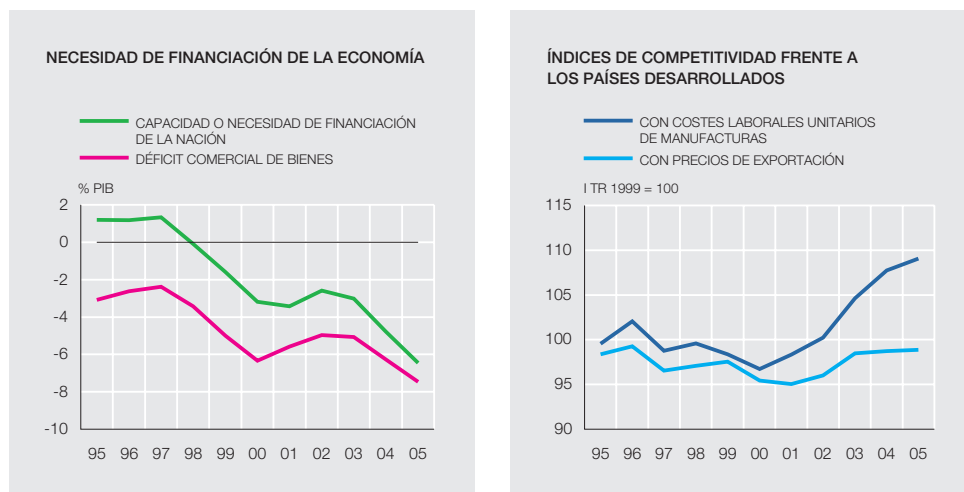
partían a comienzos del pasado año de unos niveles de endeudamiento y de carga financiera inferiores a los del sector en su conjunto. Asimismo, la expansión de los recursos captados ha transcurrido paralelamente a una culminación del proceso de saneamiento de balances acometido por los grandes grupos empresariales a lo largo de estos últimos ejercicios, de la que existen indicios cada vez más claros. No obstante, han sido las empresas ligadas a la construcción y a la promoción y los servicios inmobiliarios las que han continuado actuando como el motor principal del dinamismo del crédito empresarial.

El incremento de la presión financiera sobre las sociedades, derivado de las mayores ratios de endeudamiento y carga financiera, se vio solo parcialmente compensado por el buen comportamiento de sus resultados, que fue particularmente positivo en el caso de las más grandes. Los indicadores agregados disponibles de presión sobre la inversión y el empleo mostraron, así, ligeros repuntes. Ambos, sin embargo, continúan situándose en registros que, desde una perspectiva histórica, pueden calificarse como razonablemente confortables. Consecuentemente, los principales elementos de incertidumbre a medio plazo que se desprenden del análisis de la situación patrimonial de las empresas españolas siguen ligados a los posibles cambios en los costes de financiación de su creciente volumen de deuda y a la evolución de los mercados inmobiliarios.

En los mercados inmobiliarios, el precio de la vivienda volvió a registrar una tasa de crecimiento de dos dígitos (12,8%) al cierre de 2005, que, no obstante, significa una reducción de alrededor de 4 pp en relación con lo observado un año antes. Esta desaceleración, que se ha mantenido durante el primer trimestre de este año, supone una ruptura con respecto a la dinámica de ejercicios anteriores e incrementa las posibilidades de que el grado de sobrevaloración que existe en este mercado sea reabsorbido de una manera ordenada en los próximos años. Para que este escenario, que continúa siendo el más verosímil, se materialice de manera efectiva será preciso que tengan lugar avances adicionales en la paulatina reducción de una tasa de inflación inmobiliaria que, en estos momentos, se mantiene en cotas demasiado elevadas.

El crecimiento del precio de la vivienda, por otro lado, siguió estimulando, junto a la pujante demanda de estos activos, el aumento de la financiación de las familias, que creció a tasas similares a las experimentadas en el caso de las sociedades y se canalizó mayoritariamente hacia el gasto en inversión residencial. El endeudamiento y la carga financiera asociada mantuvieron, así, una trayectoria claramente ascendente y se estrechó un poco más el ya escaso colchón de ahorro del que disponen los hogares para poder hacer frente a eventuales perturbaciones adversas sin necesidad de reducir su nivel de gasto. De este modo, en 2005 se ha producido un nuevo incremento de la exposición del sector a eventuales cambios desfavorables inesperados en el empleo, los tipos de interés o los precios de los inmuebles que se ha venido señalando en informes anteriores. Esta creciente exposición —que es más acusada en los hogares endeudados de menor renta— resulta, sin embargo, compatible con la solidez de su posición patrimonial. De hecho, esta volvió a verse reforzada por la revalorización experimentada por los activos financieros y reales.

En definitiva, por tanto, los cambios experimentados en la situación financiera de los hogares y las sociedades en 2005 suponen algunos elementos adicionales de incertidumbre en relación con la evolución a medio plazo tanto del gasto en consumo e inversión residencial como, en menor medida, de la inversión y la contratación llevadas a cabo por las empresas. Su relevancia, por otro lado, se ve acrecentada en un contexto en el que es más probable que en el pasado inmediato que los tipos de interés evolucionen de manera progresiva hacia niveles acordes con un tono más neutral de la política monetaria y que el precio de la vivienda se mueva en mayor sintonía con los nuevos cambios que se puedan producir en sus determinantes fundamentales.



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

Aun así, sin embargo, debe señalarse que estos elementos de riesgo se mantienen todavía dentro de unos márgenes relativamente moderados. Por un lado, porque la creciente exposición del sector privado ha discurrido en paralelo con un aumento de su riqueza. Por otro, por la continuada fortaleza del sistema bancario español, que es el principal acreedor de las empresas y las familias españolas. Sus niveles de rentabilidad y solvencia facilitan la absorción del posible impacto sobre su balance de eventuales perturbaciones adversas como las señaladas, sin que ello ponga en riesgo la estabilidad financiera de nuestra economía y sin que, por tanto, se generen por esta vía elementos adicionales de presión sobre las decisiones de gasto y contratación del sector privado.

4.3 LA AMPLIACIÓN DEL DESEQUILIBRIO EXTERIOR

El deterioro de la competitividad y el aumento del gasto privado se han manifestado en un creciente déficit exterior y en unas abultadas necesidades de financiación de la nación. Y ello a pesar de que el sector público ha invertido su tradicional papel de demandante de fondos, tras la reducción y posterior eliminación del déficit público. De hecho, mediante el proceso de consolidación fiscal seguido, que ha culminado con un superávit del 1,1% del PIB en 2005, la conducta del sector público ha ayudado a atenuar el impacto de las crecientes necesidades de financiación de las empresas y familias sobre la posición financiera de la nación respecto al resto del mundo.

Cualquiera que sea el concepto de déficit exterior que se tome, el deterioro que se observa desde 2003 en las cuentas exteriores de la economía española es sustancial. En estos dos últimos años, el déficit comercial se ha incrementado en 2,4 pp del PIB, el déficit por cuenta corriente en 3,3 pp del PIB y las necesidades de financiación de la nación en 3,5 pp del PIB, y ya alcanzan un 6,5% del PIB en 2005 (véase gráfico 1.4). Para situar este rápido incremento del desequilibrio de balanza de pagos en una perspectiva histórica, el recuadro 1.1 examina la evolución de las principales partidas de esa balanza en las últimas décadas y las tendencias más recientes.

Una parte del deterioro del saldo comercial desde 2003 se explica por el significativo encarecimiento del petróleo. Aunque la evolución futura del precio de la energía está rodeada de gran incertidumbre, la fuerte demanda mundial de petróleo y las dificultades que se detectan para que la oferta abastezca esa demanda creciente de modo flexible hacen poco probable que la factura energética disminuya, de modo que los intercambios de energía pueden seguir restan-

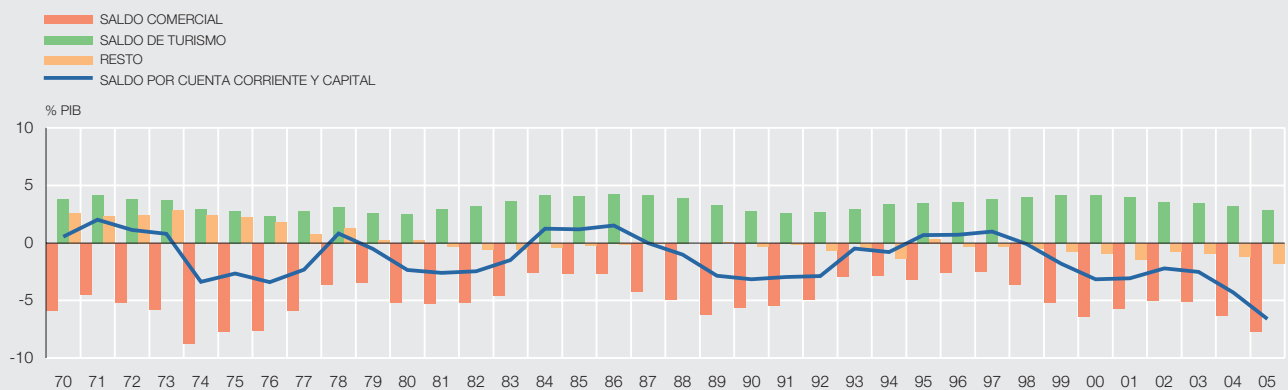
Históricamente, los períodos de expansión de la economía española se caracterizaban por venir acompañados de un deterioro del saldo exterior, que se revertía —generalmente, mediante una devaluación del tipo de cambio— cuando la necesidad de financiación alcanzaba magnitudes elevadas, normalmente en torno al 3% del PIB. Sin embargo, durante la actual fase expansiva la necesidad de financiación está aumentando de una forma más prolongada e intensa. En la segunda mitad de los años noventa, y tras la incorporación a la UEM, el saldo exterior, que partía de una situación excedentaria, volvió al terreno del déficit y alcanzó una cota del 3,2% del PIB en el año 2000, cercana a los máximos observados en las tres décadas anteriores. Tras una ligera disminución en 2001 y 2002, la necesidad de financiación de la nación volvió a aumentar, situándose en el 6,5% del PIB en 2005, lo que constituye su máximo histórico. Sin duda, la pertenencia a la UEM es el factor diferencial que permite que la economía española mantenga un desequilibrio exterior de esa magnitud sin que se hayan producido tensiones en los mercados financieros y cambiarios.

Como se observa en el primer gráfico, el deterioro del saldo exterior ha sido especialmente acusado en los años 2004 y 2005, como consecuencia del empeoramiento del saldo de las partidas que tradicionalmente habían compensado el déficit comercial, que siguió aumen-

tando tras el deterioro experimentado en años precedentes, hasta alcanzar el 7,6% del PIB, frente al 5,1% de 2003. Así, el superávit de la balanza turística se ha reducido desde el máximo alcanzado en 2000, como consecuencia del escaso avance de los ingresos por turismo y, especialmente, del creciente gasto de los turistas españoles en el exterior. Como se comenta en el texto principal, el aumento del déficit comercial y la evolución del superávit turístico de los dos últimos años son reflejo, en parte, de algunos factores transitorios, pero también responden a un problema de pérdidas de competitividad.

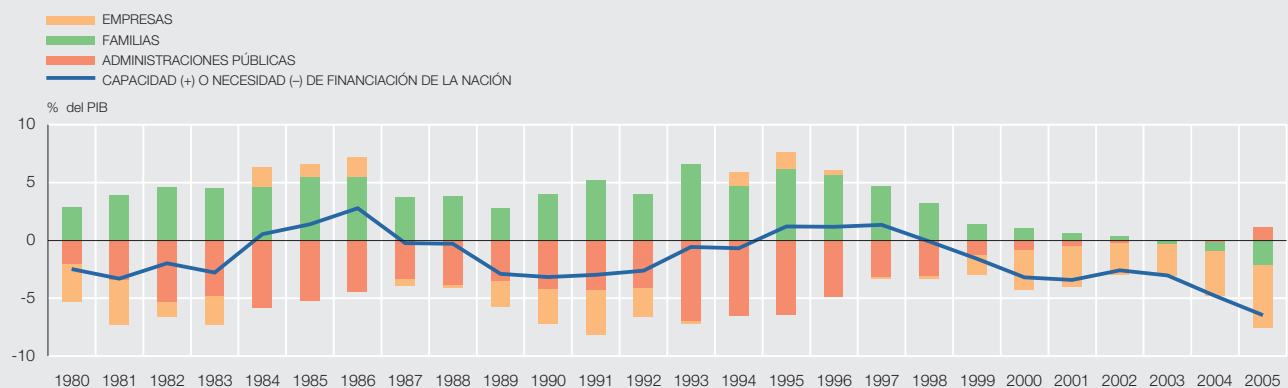
En cuanto al resto de componentes de la Cuenta Corriente y de la de Capital, su saldo conjunto, que en la década de los setenta era positivo y se mantuvo en torno al equilibrio en las dos décadas siguientes, ha sufrido un deterioro adicional desde finales de los años noventa, hasta alcanzar niveles cercanos al 2% del PIB. A ello han contribuido la caída del saldo de servicios no turísticos —que pasó a registrar un ligero déficit, aunque últimamente se ha recuperado algo—, el empeoramiento del saldo de la balanza de rentas —debido al saldo deudor de la Posición de Inversión Internacional ha hecho que se incrementaran los pagos netos de intereses al exterior—, y la reducción del superávit por transferencias corrientes, vinculada a la creciente magnitud de las remesas que

SALDO EXTERIOR. COMPONENTES



FUENTES: Ministerio de Economía y Banco de España.

CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN POR SECTORES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

los inmigrantes envían a sus países de origen y al descenso de las transferencias procedentes de la UE; este último factor explica también el retroceso del superávit por transferencias de capital. La mayor parte de estos cambios tienen un componente estructural, por lo que la situación de menor cobertura del déficit comercial por parte de las otras partidas puede considerarse, en gran medida, permanente.

El deterioro del saldo exterior tiene su contrapartida interna en las decisiones de ahorro e inversión de los agentes residentes. En los últimos años, la tasa de ahorro de la economía española se ha mantenido relativamente estable en valores en torno al 24% del PIB, con una ligera caída en 2004 y 2005. Al mismo tiempo, la ratio de la inversión sobre el producto ha mostrado una tendencia ascendente desde mediados de los años noventa, con una pendiente especialmente pronunciada en los últimos años, de forma que en 2005 el peso de la inversión en el PIB alcanzó casi el 29%, su nivel máximo en los últimos veinticinco años. Desde el punto de vista de los sectores institucionales, esta evolución del ahorro y de la inversión globales es resultado de comportamientos muy diferentes en cada uno de ellos, que han dado lugar a cambios muy significativos en su capacidad o necesidad de financiación.

En primer lugar, destaca el cambio en la contribución del sector público a la necesidad de financiación de la nación. El proceso de consolidación fiscal llevado a cabo desde la segunda mitad de los años noventa, ha determinado que el ahorro público haya pasado del -2,7% del PIB en 1995 al 4,7% del PIB en 2005, mientras que el peso de la inversión de las AAPP en el PIB se ha mantenido estable en el mismo período. Esto ha permitido que se haya pasado de un déficit de 6,5% del PIB en 1995 a un superávit de las Administraciones Públicas del 1,1% del PIB en 2005.

Por lo tanto, el reciente aumento en la necesidad de financiación de la economía tiene su origen en las decisiones de ahorro e inversión de empresas y familias. Las empresas españolas partían de una capacidad de financiación positiva a mediados de los años noventa. Sin embargo, a finales de esa década, en un contexto de tipos de interés ya muy reducidos, se produjo una disminución del ahorro empresarial y un incremento de su tasa de inversión. La brecha negativa entre ambas magnitudes se mantuvo entre 4 y 5 pp del PIB hasta 2004, ampliándose en 2005 al 6,8%, impulsada por un nuevo repunte de la inversión.

Pero, sin duda, la contrapartida más importante del reciente incremento del déficit exterior se encuentra en la aparición de una necesidad de financiación también creciente de las familias. Hasta finales de los años noventa, las familias mantuvieron una capacidad de financiación similar a su media histórica, cercana al 5% del PIB. A partir de entonces, el auge de la adquisición de viviendas hizo que la inversión de este sector se incrementara de manera continuada, hasta alcanzar un nivel ligeramente superior al 9% del PIB en 2005, mientras que la tasa de ahorro se reducía, en un contexto de bajos tipos de interés y de notables revalorizaciones de la riqueza inmobiliaria. El mantenimiento de estas tendencias ha supuesto una progresiva reducción del saldo financiero de este sector, que desde 2003 es negativo.

En definitiva, el déficit exterior de la economía española ha alcanzado máximos históricos en los últimos años, que reflejan, principalmente, un intenso aumento del déficit comercial, que podría llegar a limitar la capacidad de generación de renta de la economía española en el futuro. Desde la perspectiva de los agentes residentes, el déficit es el resultado de la brecha creciente entre el ahorro y la inversión del sector privado, que ha dado lugar a un rápido incremento del endeudamiento de las familias y de las empresas, y que no ha podido compensarse por la mejora en las cuentas de las AAPP.

do alrededor de 3 pp del PIB al saldo comercial de la economía española. Un hecho que obliga a examinar en profundidad tanto las fuentes de energía que utiliza España como su grado de aprovechamiento, pues es posible que una excesiva dependencia del petróleo y un menor grado de eficiencia en su utilización estén sobrecargando tanto el déficit exterior como los costes de las empresas.

El carácter más avanzado del ciclo español en comparación con el de sus principales socios comerciales —que pertenecen a la zona del euro— también puede explicar parte del elevado déficit exterior, pues el dinamismo de nuestros mercados de exportación se ha visto mermado por la debilidad de la demanda en la zona del euro. Además, el mayor empuje en España de la inversión en bienes de equipo en 2004 y, sobre todo, en 2005, cuyo contenido importador es superior al de cualquier otra partida, también contribuye a explicar parte del reciente aumento del déficit comercial.

Con todo, una parte importante del elevado déficit exterior parece achacable a factores relacionados con la competitividad de la economía, a los que hay que hacer frente con políticas

adecuadas para revertir las tendencias actuales. Los problemas de competitividad inducidos por la presión de la demanda se ven agravados por la composición del comercio exterior español por productos o por áreas geográficas —muy concentrada en los países de la UEM—, que determina un potencial de crecimiento de nuestras exportaciones inferior al del conjunto de los mercados mundiales. En este sentido, las pérdidas acumuladas de competitividad y la irrupción de nuevos competidores en el escenario mundial han frenado nuestras ventas al exterior, al tiempo que han facilitado la penetración de las importaciones.

Otras partidas relevantes de la balanza de pagos, como el turismo o la balanza de transferencias, que tradicionalmente servían de contrapeso al habitual déficit comercial, también han reducido su potencial compensador, como consecuencia del intenso crecimiento de los pagos al exterior por turismo, del incremento de las remesas de inmigrantes al exterior y del menor flujo de las transferencias procedentes de la UE. Asimismo, el elevado déficit exterior se ha ido manifestando en unos pagos netos crecientes por rentas del capital, que será difícil frenar a la luz del fuerte desequilibrio exterior acumulado y de su previsible inercia.

Aunque las cifras alcanzadas por la necesidad de financiación de la nación son muy elevadas —sin duda, las más altas que se han alcanzado en las últimas décadas—, es preciso señalar, al mismo tiempo, que la pertenencia a la Unión Monetaria supone un cambio sustancial en la naturaleza y en las posibles consecuencias de ese desequilibrio. En concreto, no cabe esperar problemas de financiación de la balanza de pagos, puesto que las variables financieras más relevantes, como el tipo de interés y el tipo de cambio, se determinan en el conjunto del área del euro y apenas se ven afectadas por la evolución de la economía española. El riesgo cambiario nacional ha desaparecido como determinante de las decisiones de los inversores, cuyo centro de atención en el nuevo régimen macroeconómico es la posición financiera de los prestatarios. En este sentido, los balances financieros de familias, empresas y, sobre todo, de las instituciones financieras, que son los agentes que intermedian gran parte de la financiación exterior, muestran una posición sustancialmente saneada (véase recuadro 1.2).

Pese a ello, la creciente necesidad de financiación de la nación es indicativa de un patrón del crecimiento que no puede sostenerse de modo indefinido, particularmente mientras que no se consiga un comportamiento más dinámico de la productividad. De prolongarse estas pautas, el sector privado debería dedicar un porcentaje cada vez más elevado de su renta al servicio de la deuda, al tiempo que se incrementaría la vulnerabilidad de los agentes a cambios en algunas de las variables básicas sobre las que basculan sus decisiones de gasto, como los tipos de interés, la renta, el empleo o, en el caso de las empresas, las perspectivas de demanda.

5 La tarea de la política económica

La política económica se enfrenta al desafío de asegurar una senda de crecimiento sostenido que permita seguir absorbiendo los incrementos de la tasa de actividad y de ocupación que se puedan producir en un contexto demográfico expansivo, así como adecuar la estructura productiva de la economía española a los retos que plantea un contexto internacional cada vez más competitivo y globalizado. Todo lo cual exige un funcionamiento de la economía más eficiente y flexible, que facilite la adaptación de los procesos productivos y el ajuste de los mercados de productos y de factores a las nuevas demandas. Esta orientación es particularmente importante en la situación que vive la economía española para detener la acumulación de los desequilibrios que genera la presión de la demanda y para favorecer un encauzamiento de los mismos. No obstante, los desfases temporales con los que actúan las medidas destinadas a mejorar la capacidad de respuesta de la oferta otorgan gran relevancia a una adecuada utilización del margen de actuación existente para las políticas de gestión del gasto, aunque este sea limitado.

La necesidad de financiación de la economía española viene experimentando una tendencia creciente desde 1997. Los recursos netos captados en el exterior han financiado así el exceso del gasto sobre el ahorro interior, que en 2005 superó el 6% del PIB

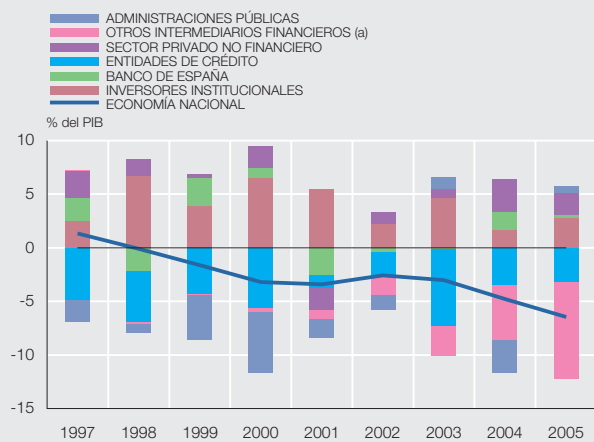
La evolución de los flujos financieros de España con el exterior en los últimos años ha estado ligada, en gran medida, a factores de carácter estructural, como la liberalización de los movimientos de capital, la internacionalización de las empresas españolas o el desarrollo de la industria financiera. Sin embargo, el cambio más relevante se deriva de la participación de nuestro país en la UEM. La adopción del euro ha roto el vínculo directo entre el tipo de cambio nominal y los posibles desequilibrios macroeconómicos nacionales, además de eliminar el riesgo cambiario entre los países miembros de la UEM. De esta forma, el coste de financiarse fuera de nuestras fronteras se ha reducido y ha pasado a depender en mayor medida de la solidez patrimonial y la calidad crediticia de los prestatarios, de las características de los instrumentos empleados y de la profundidad de los mercados de capitales en euros, y menos de la situación general de la economía.

La fortaleza del gasto de empresas y familias ha sido compatible con unos elevados flujos de adquisición de activos exteriores, lo que ha resultado en un saldo generalmente acreedor en sus operaciones netas frente a los no residentes (véase primer panel del gráfico 1). Por otro lado, en línea con la evolución del déficit de las AAPP, la afluencia de ahorro extranjero a través de los títulos de deuda pública española ha sido menos importante desde 2001 (negativa, incluso, en 2003 y 2005). En este contexto, los intermediarios financieros (y, en particular, las entidades de crédito¹ y los fondos de titulización) han sido

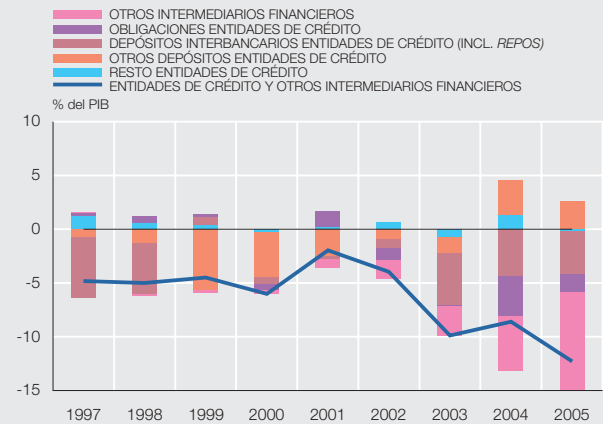
1. Incluye entidades de depósito, establecimientos financieros de crédito y Crédito Oficial. Excluye al Banco de España.

GRÁFICO 1

1 DESGLOSE POR SECTORES



2 ENTIDADES DE CRÉDITO Y OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

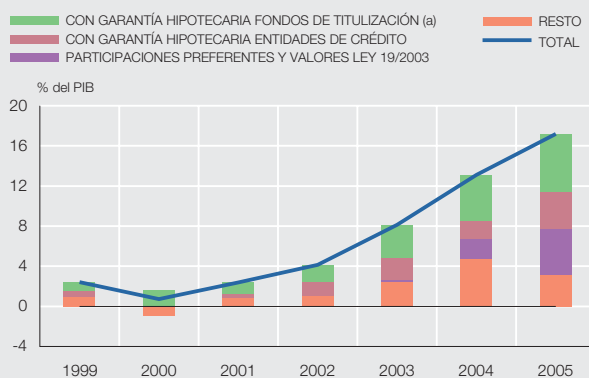


FUENTE: Banco de España

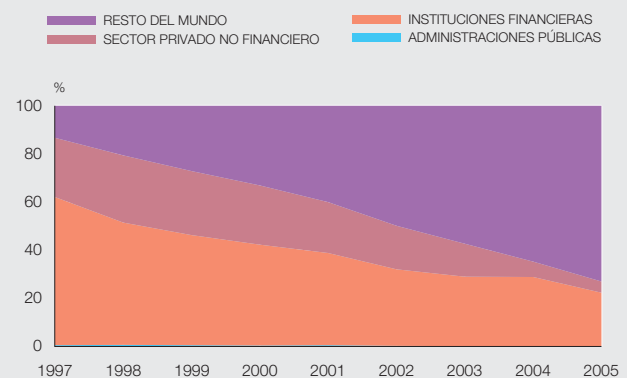
a. Incluyen los fondos de titulización de activos, los auxiliares financieros, las sociedades de valores, las sociedades y fondos de capital riesgo, los *holdings* financieros y sociedades emisoras de participaciones preferentes.

GRÁFICO 2

1 EMISIONES NETAS



2 DISTRIBUCIÓN POR TENEDORES DEL SALDO



FUENTE: Banco de España.

a. Fondos de titulización hipotecaria y fondos de titulización de activos con garantía hipotecaria.

los que han desempeñado un papel destacado en la captación del capital foráneo necesario.

Las entidades de crédito y, sobre todo, los otros intermediarios financieros (OIF)², que incluyen los fondos de titulización de activos, los auxiliares financieros, las sociedades de valores, las sociedades y fondos de capital riesgo, los *holdings* financieros y las sociedades emisoras de participaciones preferentes, incrementaron sustancialmente su apelación al ahorro exterior a partir de 2002, hasta alcanzar, respectivamente, unos flujos netos equivalentes al 3% y al 9% del PIB en 2005 (véase segundo panel del gráfico 1). El análisis de los instrumentos a través de los cuales se han captado estos revela que, en el caso de las entidades de crédito, las operaciones en el mercado interbancario han mantenido un volumen notable durante estos últimos tres años, que ha coexistido, no obstante, con un recurso a valores de renta fija a largo plazo (segundo panel del gráfico 1). Dentro de estos últimos ocupan un lugar destacado los respaldados por

2. Nótese que esta definición difiere de la de las Cuentas Nacionales, que incluiría las instituciones de inversión colectiva (excepto FMM) y excluiría los auxiliares financieros.

garantías hipotecarias, como muestra el primer panel del gráfico 2. En el caso de los OIF, ese mismo gráfico ilustra igualmente el importante y creciente peso relativo de los bonos de titulización hipotecaria. Conjuntamente consideradas, las emisiones netas de obligaciones de estas instituciones financieras superaron el 17% del PIB el pasado año, del cual en torno al 55% estaba relacionado con el mercado hipotecario. La demanda de estos títulos por parte del resto del mundo ha sido muy elevada, y a finales del pasado ejercicio los no residentes poseían el 73% del saldo vivo, frente al 40% en 2001 (véase el segundo panel del gráfico 2).

De este modo, el endeudamiento de las entidades financieras españolas a través de las emisiones a largo plazo y, en particular, de las respaldadas por los créditos con garantía hipotecaria ha desempeñado un papel central en la canalización del ahorro del resto del mundo, especialmente en los últimos tres años. Ello supone, por un lado, que los riesgos asociados a los préstamos hipotecarios han sido, en alguna medida, transmitidos a inversores extranjeros. Por otro, sugiere también que las condiciones de financiación de la economía española en el exterior podrían ser sensibles, en alguna medida, a los desarrollos en los mercados inmobiliarios en nuestro país.

La economía española ya vivió en el pasado episodios en los que el desequilibrio exterior alcanzó una gran magnitud, pero aquellas experiencias no son válidas en la coyuntura presente, dado que, como ya se ha indicado, la participación en la UEM ha modificado sustancialmente el régimen de funcionamiento macroeconómico y el papel relativo de los distintos instrumentos de política económica disponibles para abordar este tipo de situaciones. La restricción exterior no opera de manera inmediata y la integración en un área monetaria supranacional tiende a limitar, en alguna medida, los márgenes de divergencia. Existe, sin embargo, una incertidumbre considerable sobre cómo operan los mecanismos de ajuste y sobre la intensidad y el patrón de reabsorción de los desequilibrios dentro de una unión monetaria.

En la coyuntura actual, el cambio de tono de la política monetaria única, que apunta hacia una corrección gradual de la orientación expansiva de los últimos años, avanza en línea con los requerimientos de la economía española. Las subidas moderadas de tipos de interés deben ayudar a la desaceleración del crédito y a la absorción gradual de la sobrevaloración de la vivienda, y pueden contribuir también a la necesaria contención del gasto en consumo y en inversión residencial, favoreciendo un cierto reequilibrio del patrón del gasto. No cabe esperar, sin embargo, que una elevación moderada de los tipos de interés nominales, cuyo nivel en términos reales, previsiblemente, continuará siendo reducido en relación con la situación específica de la economía española, sea suficiente para corregir las tendencias que subyacen a los desequilibrios, por lo que resulta necesaria una acción decidida en el ámbito de las políticas bajo responsabilidad nacional.

Por ello es importante que la política presupuestaria continúe profundizando en su función estabilizadora, ayudando a amortiguar la presión de la demanda del sector privado y a absorber los desequilibrios que se han ido generando. Este comportamiento es particularmente necesario en fases prolongadas de expansión, en las que existe el riesgo de que la pujanza de

los ingresos pueda llevar a cuestionar la necesidad de perseverar en el esfuerzo de contención de los gastos. Como la reciente experiencia europea ha demostrado, alcanzar posiciones fiscales suficientemente saneadas en las fases expansivas del ciclo constituye la mejor estrategia para que la política fiscal esté en condiciones de ejercer una acción estabilizadora en fases cíclicas menos favorables, sin comprometer la estabilidad presupuestaria.

Los últimos datos sobre el saldo de la cuenta de las AAPP en 2005 muestran un superávit del 1,1% del PIB y una ratio de deuda en relación con el PIB del 43,1%, cifras que son suficientemente ilustrativas del grado de saneamiento alcanzado por las finanzas públicas españolas, sobre todo si se comparan con la situación en la mayoría de los países de la UE. Según esta información, la política fiscal habría ejercido en 2005 una influencia moderadamente contractiva sobre la demanda nacional, como consecuencia sobre todo del elevado dinamismo de los ingresos tributarios, que se han visto impulsados por el empuje y la composición del gasto interno. La profundización en el papel estabilizador desempeñado requiere, cuanto menos, que, como ha ocurrido en 2005, los excesos de recaudación sobre las previsiones presupuestarias que se puedan producir en el futuro se destinen a mejorar el saldo de las AAPP más allá de las cifras programadas en la última Actualización del Programa de Estabilidad para los próximos años.

Los requisitos sobre la política fiscal se hacen más exigentes cuando se consideran los retos a los que se enfrenta la economía española en el medio plazo. Por una parte, para que la actuación del sector público contribuya a la modernización y a la eficiencia de la economía es necesario mejorar la calidad de los ingresos y de los gastos públicos, en línea con algunas de las actuaciones que ha puesto el Gobierno en marcha en el marco del Plan Nacional de Reformas. Por otra, las finanzas públicas deben estar en condiciones de hacer frente a los desafíos que se derivan del envejecimiento de la población, no solo en términos de gasto en pensiones y sanitario, sino también de las necesidades de financiación que generará la cobertura del gasto de dependencia. Debe tenerse en cuenta que, cuanto más se retrase la adopción de las reformas necesarias en el ámbito de la previsión social, mayor será el ajuste fiscal requerido, a pesar, incluso, de los sustanciales incrementos en el fondo de reserva de la Seguridad Social que se han registrado en los últimos años y del mayor margen de sostenibilidad que proporciona la importante reducción de la ratio de deuda pública en relación con el PIB (véase recuadro 1.3).

La configuración institucional del sector público español tiene planteada una serie de cambios cuya resolución final resulta relevante para asegurar la disciplina presupuestaria y para evitar, en el corto plazo, los riesgos de una mayor holgura fiscal, que tendería a dificultar la desaceleración de la demanda interna. Las Leyes de Estabilidad Presupuestaria, tras su reciente reforma, establecen un marco apropiado para potenciar el mantenimiento a lo largo del tiempo de unas finanzas públicas saneadas, permitiendo, al mismo tiempo, un margen suficiente de flexibilidad cíclica en su aplicación, que resulta coherente con la función estabilizadora de la política fiscal. Es importante, sin embargo, reducir al máximo los riesgos que se pueden derivar de la aplicación de las reglas establecidas en aquellos casos que permiten a las Administraciones Territoriales mantener cierto margen de déficit y asegurar que los mecanismos de coordinación que se establezcan no redunden en presiones de incremento del gasto público. De manera más general, tiene gran trascendencia que los cambios que se introduzcan en el sistema de financiación autonómica sean plenamente coherentes con el objetivo de estabilidad presupuestaria. Por último, la reforma de la imposición directa, que se encuentra en proceso de tramitación parlamentaria, supone un cierto avance en la dirección de mejorar los incentivos para la eficiencia en la asignación de recursos y, por esta vía, para el crecimiento potencial, y se espera que tenga un impacto recaudatorio moderado, lo que acota los posibles riesgos para la estabilidad presupuestaria.

En el año 2003, el Consejo ECOFIN confirió al Comité de Política Económica el mandato de actualizar las proyecciones anteriormente disponibles acerca del impacto del envejecimiento de la población sobre el gasto público de los países de la UE. Los resultados de este ejercicio, que han sido presentados en el mes de febrero de 2006, abarcan el período 2004-2050 y descansan sobre un conjunto de hipótesis homogéneas referidas a la evolución demográfica y económica en los países de la UE. No obstante, en el caso del gasto en pensiones las proyecciones se han realizado haciendo uso de modelos nacionales, que tienen en cuenta las particularidades de los distintos sistemas de pensiones, bajo el supuesto de continuidad en el marco normativo actual.

De acuerdo con las proyecciones demográficas subyacentes, elaboradas por Eurostat para este ejercicio, sobre la base de criterios armonizados para los países de la UE, la pirámide poblacional por edades sufrirá cambios radicales en las próximas décadas. Para el promedio del área del euro, el peso de los individuos en edad de trabajar sobre el total se reducirá desde el 67% al 56% en 2050, mientras que la proporción que representan los mayores de 65 años se incrementará desde el 17% en 2004 hasta el 30% en 2050 (véase

cuadro anejo). El fenómeno del envejecimiento será común a todos los países de la UEM. Sin embargo, su magnitud diferirá notablemente entre los distintos Estados miembros. Así, los efectos se dejarán sentir con especial intensidad en España, donde, partiendo de niveles muy similares al conjunto de la UEM en 2004, se proyecta que tanto la disminución del peso de la población en edad de trabajar como el aumento de la población mayor de 65 años sean unos 5 pp mayores que en el área del euro.

Como consecuencia de esta evolución demográfica, el gasto en pensiones experimentará un crecimiento muy elevado. En la actualidad, el gasto en este capítulo presupuestario alcanza en España el 8,7% del PIB, situándose casi 3 pp por debajo del nivel de la UEM. Sin embargo, de acuerdo con las conclusiones del informe, se espera que hasta el final del horizonte de proyección el gasto aumente solo en 2,7 pp en el área, mientras que en el caso español el incremento ascendería a 7 pp.

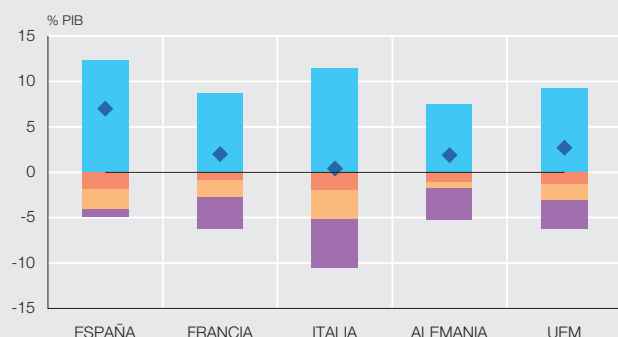
La evolución del gasto en pensiones en porcentaje del PIB se puede descomponer en las aportaciones de cuatro factores distintos (panel izquierdo del gráfico adjunto). El primero de ellos es el cambio en la tasa

1 VARIABLES DEMOGRÁFICAS, PROYECCIONES DE EMPLEO Y GASTO EN PENSIONES

	2004					2050				
	España	Francia	Italia	Alemania	UEM	España	Francia	Italia	Alemania	UEM
Esperanza de vida (a)	80,0	79,8	80,3	78,9	79,4	84,5	85,1	85,3	84,4	84,7
Tasa de fecundidad	1,3	1,9	1,3	1,4	1,5	1,4	1,9	1,4	1,5	1,6
Población en edad de trabajar (%)	68,8	65,1	66,5	67,3	66,9	53,3	57,5	54,5	57,9	56,5
Población mayor de 65 años (% población total)	16,8	16,4	19,2	18,1	17,3	34,9	26,7	33,8	30,0	30,3
Tasa de dependencia (b)	24,6	25,2	28,9	26,8	25,8	65,6	46,4	62,2	51,7	53,6
Tasa de empleo (c)	59,7	63,1	57,2	65,4	62,9	71,4	68,0	65,7	73,5	70,5
Gasto en pensiones (% del PIB)	8,6	12,8	14,2	11,4	11,5	15,7	14,8	14,7	13,1	14,1

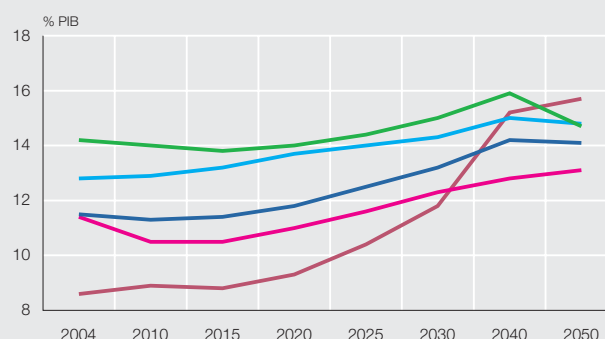
2 CONTRIBUCIÓN DE DISTINTOS FACTORES AL CAMBIO EN EL GASTO EN PENSIONES ENTRE 2005 Y 2050

- NIVEL DE PRESTACIONES (d)
- TASA DE COBERTURA (e)
- TASA DE EMPLEO
- TASA DE DEPENDENCIA (b)
- ◆ TOTAL



3 GASTO PÚBLICO EN PENSIONES ENTRE 2005 Y 2050

- ESPAÑA
- FRANCIA
- ITALIA
- ALEMANIA
- UEM



FUENTE: Comisión Europea.

- a. Media de varones y mujeres.
- b. Población mayor de 65 años en porcentaje de la población en edad de trabajar.
- c. Los datos de 2004 corresponden en realidad a 2003.
- d. Pensión media entre productividad del trabajo.
- e. Número de pensiones entre población mayor de 65 años.

de dependencia (o cociente entre la población en edad igual o superior a 65 años y la población en edad de trabajar), que capta el efecto del envejecimiento de la población. Este factor contribuye en 12,4 pp al incremento de la ratio entre el gasto en pensiones y el PIB, debido a la especial intensidad del fenómeno del envejecimiento en España.

Un segundo factor pretende aproximar la influencia de la evolución de las prestaciones mediante la ratio entre la pensión media y el producto por empleado (que aproxima el salario medio). El numerador capta el impacto de las reglas de indicación de las pensiones, los cambios en la longitud del período de cotización y la evolución de las cotizaciones pasadas, en tanto que el denominador mide el crecimiento de la productividad. Este factor contrarresta parcialmente el impacto demográfico, aunque su contribución a la reducción de la ratio entre el gasto en pensiones y el PIB resulta muy moderada en España (-0,8 pp).

Los dos últimos factores de los que depende el aumento del gasto en pensiones en porcentaje del PIB son las tasas de empleo (ocupados entre población en edad de trabajar) y de cobertura (que se define como el número de pensiones en relación con los individuos mayores de 65 años). Estos dos factores actuarán también contrarrestando el impacto del envejecimiento de la población sobre el gasto público. En concreto, el incremento en la tasa de empleo contenido en los supuestos macroeconómicos contribuiría a reducir el gasto en 1,8 pp, mientras que la caída de la tasa de cobertura explicaría una reducción de 2,3 pp, a pesar de que se espera que esta aumente en las próximas décadas para las pensiones de jubilación. En consecuencia, la contribución negativa de la tasa de cobertura se explica por la evolución proyectada respecto del número de pensiones de incapacidad, orfandad, viudedad y en favor de familiares.

La disparidad en el incremento en porcentaje del PIB del gasto en pensiones entre España y el promedio de la UEM se debe principalmente al mayor envejecimiento de la población española, así como a la evolución proyectada para la ratio entre la pensión media y el producto por empleado. La contribución de la ratio de dependencia ascenderá a 9,3 pp en el promedio de la UEM, 3 pp menos que en España, mientras que la ratio entre la pensión media y el producto por empleado contribuirá a reducir el gasto en pensiones para el promedio de la UEM en 3,1 pp. En particular, la mayor aportación negativa de esta última ratio en los principales países del área del euro es, en gran medida, debida a las reformas que se han empezado a implementar en sus respectivos sistemas públicos de pensiones. Las tasas de empleo y cobertura también contrarrestarán parcialmente el incremento del gasto en pensiones en la UEM, en 1,3 pp y 1,8pp, respectivamente.

Cabe destacar que, si bien los cálculos proporcionan un orden de magnitud acerca del tamaño del reto al que las finanzas públicas del área se enfrentan en las próximas décadas, así como de sus principales determinantes, las proyecciones que sirven de base para evaluar el impacto del envejecimiento incorporan un elevado grado de incertidumbre, en particular por lo que hace referencia a las perspectivas demográficas. En este sentido, las proyecciones de población elaboradas por Eurostat reflejan, en el caso de España, un escenario más desfavorable que el que se deriva de las proyecciones elaboradas por el INE, lo que se debe, fundamentalmente, a que estas últimas prevén mayores entradas netas de inmigrantes, a lo largo de todo el horizonte de proyección. Cabe señalar que la información parcial disponible para 2005 arrojaría cifras de población más próximas al escenario del INE, pudiendo dejar en cierta medida obsoletas las proyecciones de Eurostat en los años iniciales del horizonte temporal contemplado. En cualquier caso, no cabe duda de que, en el caso español, los efectos presupuestarios derivados del envejecimiento serán muy acusados y de que la reducción del coste que podría derivarse de unas mayores entradas de inmigrantes, como las que proyecta el INE, sería pequeña en el largo plazo, pues situaría la tasa de dependencia ligeramente por encima del 55% en el 2050¹.

Con las cautelas mencionadas, estas proyecciones permiten efectuar una valoración fundamentada de los riesgos que de este factor se derivan para la sostenibilidad de las finanzas públicas y de las implicaciones sobre la formulación de objetivos fiscales a medio plazo. En cuanto a las recomendaciones concretas de política económica, el importante incremento del gasto en pensiones sugiere la necesidad de acometer reformas que garanticen la viabilidad de los sistemas públicos existentes. En el caso español, deberían gozar de especial consideración las encaminadas a retrasar la edad efectiva de jubilación, a incrementar el crecimiento de la productividad y a fomentar la participación laboral, dado que las tasas de empleo relativamente bajas que hay en España sugieren que existe un considerable margen de maniobra por esta vía. Desde el punto de vista de la sostenibilidad de las finanzas públicas, los retos que se derivan del envejecimiento de la población requieren la aplicación de estrategias que combinen este tipo de reformas con el mantenimiento de una posición patrimonial saneada de las Administraciones Públicas, que les permita abordar el problema desde una posición de partida lo más favorable posible.

1. Véase S. Puente y M. Gil (2006), «Una comparación de las proyecciones de población para España, la zona del euro y Estados Unidos», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.

En todo caso, aunque la política fiscal puede contribuir a moderar los desequilibrios de la economía española, su margen para estabilizar el gasto privado es limitado, en una situación en la que además tampoco es previsible, como ya se ha señalado, que la política monetaria contribuya de manera sustancial a dicha tarea en el futuro inmediato. Por ello, la mejora de la competitividad requiere que las políticas de demanda agregada se complementen con políti-

cas de oferta que ayuden a promover una mayor flexibilidad en la formación de costes y precios y a recortar el desfase de productividad que arrastra la economía española.

La existencia de problemas de competitividad, cuando el tipo de cambio es fijo —como ocurre en la UEM— y los incrementos en la productividad aparente del trabajo son sistemáticamente muy reducidos, confiere gran relevancia al funcionamiento del mercado de trabajo y a su influencia en la formación de costes. Como se ha visto en secciones anteriores, la evolución de los salarios y de los costes unitarios del trabajo ha sido más alcista en España que en la UEM en los últimos años, aunque, visto desde una perspectiva histórica, reflejen una indudable moderación. No obstante, también hay rigideces estructurales que afectan a la formación de precios y márgenes en los sectores más protegidos frente a la competencia que subyacen al comportamiento dual de la inflación y al deterioro de la competitividad.

Existen algunas características del mercado de trabajo, y en particular del sistema de negociación colectiva, que limitan la flexibilidad que se necesitaría para lograr una mayor adecuación del crecimiento de los salarios al comportamiento de la productividad. Los acuerdos marco para la negociación colectiva tienden, en su estructura actual, a uniformar los incrementos salariales en el conjunto de la economía, con escasa sensibilidad frente a las situaciones específicas de sectores o empresas, y a establecer un suelo en el incremento de las retribuciones que puede resultar excesivo en circunstancias de pérdidas de competitividad. Además, la generalización de las cláusulas de salvaguarda introduce un elemento inercial en el comportamiento de los salarios que resulta distorsionador cuando surgen perturbaciones transitorias de precios o cuando, como también puede ser el caso de la coyuntura actual, se necesita reabsorber el deterioro de competitividad acumulado tras una prolongada fase de expansión. Con todo, el problema de flexibilidad insuficiente afecta a aspectos más generales del mercado de trabajo, como muestra la persistencia de una marcada dualidad entre empleo fijo y empleo temporal, a pesar de las numerosas reformas instrumentadas en los últimos años para corregirla.

En todo caso, como ya se ha indicado, el crecimiento de la productividad es fundamental para garantizar la competitividad y el potencial de crecimiento a medio y largo plazo. El Plan de Dinamización de la Economía y el Programa Nacional de Reformas se insertan en esta línea de actuación y tienen una orientación acertada en la definición de las prioridades y de los objetivos de política económica. Ambos elementos programáticos definen una estrategia de fomento del crecimiento a largo plazo que se basa, de una parte, en el impulso de la productividad y, de otra, en potenciar el dinamismo en la generación de empleo. Las medidas adoptadas combinan una serie de acciones que se dirigen a aumentar la competencia, incrementar la eficiencia de algunos mercados de productos y la calidad de la regulación, impulsar la I+D+i y mejorar el entorno empresarial (véase recuadro 1.4). Sin embargo, para que este conjunto de medidas ejerza toda su efectividad es muy importante que se implementen aquellas reformas en el mercado de trabajo que permitan una mejor adecuación a un entorno crecientemente competitivo y que faciliten el dinamismo innovador de las empresas, así como que se acometan las mejoras de calidad necesarias en los procesos educativos y de formación para asegurar un uso más eficiente de los recursos productivos.

Avanzar en la flexibilidad de los mercados de productos y factores a través del incremento de la competencia es un ingrediente fundamental tanto para abatir el núcleo más resistente de las tensiones inflacionistas como para facilitar que la difusión tecnológica y la innovación se propaguen hacia las áreas de la economía más rezagadas en el comportamiento de la productividad, entre las que se incluyen de manera destacada algunas ramas de servicios. En efecto, en las ramas de distribución comercial, las actividades de I+D y los servicios empresariales muestran un comportamiento de la productividad particularmente desfavorable en compara-

A LA PRODUCTIVIDAD (cont.)

Como sería muy prolijo detenerse en todos los ejes de actuación, a continuación se resumen brevemente las actuaciones de naturaleza más microeconómica, que se encuentran menos detalladas en el texto principal del *Informe Anual*, comprendidas en los ejes: «Más competencia, mejor regulación, eficiencia de las Administraciones Públicas y competitividad¹», «Estrategia de I+D+i» y «Plan de fomento empresarial».

El primero de ellos se fija como objetivos garantizar la competencia efectiva en los mercados de bienes y servicios, mejorar y hacer más transparente la regulación sectorial, aumentar la competitividad de las empresas españolas, racionalizar el consumo y mejorar la eficiencia de los recursos naturales y cumplir los compromisos asumidos en el Protocolo de Kioto. El grueso de las medidas aprobadas en el primer paquete del PDEIP, que en su mayoría ya están en vigor, pertenece a este eje². Entre las restantes actuaciones cabe destacar la modificación de la Ley de Defensa de la Competencia, que está en proceso de discusión parlamentaria y con la que se quiere crear una autoridad de la competencia nueva e independiente, así como la aprobación, también en 2006, de la Ley de Mejora de Protección de los Consumidores y Usuarios. En el ámbito de la modernización de las AAPP, está prevista la creación de una Agencia Estatal de Evaluación de Políticas Públicas y la Calidad de los Servicios, la aprobación de una nueva Ley de Contratos del Sector Público y de un Estatuto Básico del Empleado Público, el establecimiento de un marco regulatorio de las agencias estatales y el impulso a la administración electrónica. También se prevé el lanzamiento de Planes Integrales de Desarrollo de Mercados y del Plan de Internacionalización de Sectores con Alto Contenido Tecnológico, con el fin de fomentar la internacionalización de las empresas españolas, así como introducir medidas de dinamización de algunos sectores clave (en particular, de las industrias de red, los servicios financieros, la vivienda, el turismo y la distribución).

Los objetivos que se marcan en el eje de Estrategia de I+D+i, incluidos en el programa INGENIO 2010, que se puso en marcha en junio de 2005, se concretan en el incremento del gasto en I+D sobre el PIB

1. En el recuadro 1 del *Boletín Económico* del Banco de España correspondiente a enero de 2006 se proporciona una visión algo más general del PNR. 2. Para una información más detallada de las medidas incluidas en el primer paquete del PDEIP, véase el recuadro 4 del *Boletín Económico* del Banco de España correspondiente a abril de 2005.

hasta el 2% en 2010 (en 2008 deberá ser del 1,6%), el aumento de la participación del sector privado empresarial en I+D al 55% en ese año (52,5% en 2008) y la elevación del porcentaje del PIB destinado a las TIC hasta el 7% también en 2010 (6,4% en 2008). Los instrumentos previstos para alcanzar estos objetivos son de tipo presupuestario, normativo y de focalización de los recursos en actuaciones estratégicas. En particular, esta focalización se concreta en el Plan AVANZ@ (para converger con Europa en los principales indicadores de la Sociedad de la Información) y en los programas CENIT (para incentivar la integración entre universidades, centros públicos de investigación y empresas) y CONSOLIDER (para fomentar la creación de grandes grupos de investigadores con proyectos de larga duración que puedan participar en programas internacionales).

Por último, el Plan de Fomento Empresarial, que fue aprobado el 27 de enero de 2006, tiene por objetivos aumentar el ritmo de creación de empresas en torno a un 25%, estimular el espíritu emprendedor y mejorar la base tecnológica y exportadora de las empresas españolas, en particular de las PYMES. Este Plan contempla medidas que se dirigen a reducir los costes financieros y los trámites administrativos, así como a aumentar el apoyo financiero. Igualmente, se quieren reforzar los vínculos entre la universidad y la empresa, a la vez que se pretende reformar los planes de estudios para que los estudiantes conozcan el entorno empresarial. Con objeto de fomentar la innovación, se incluyen medidas como la ampliación de la línea de préstamos participativos a las empresas innovadoras y de base tecnológica, cuyo tipo de interés está vinculado al rendimiento de las empresas, la bonificación de cotizaciones sociales del personal investigador de las empresas y, en cooperación con las CCAA, la realización de un programa de estímulo a la innovación no tecnológica.

Tanto las medidas comentadas en los párrafos anteriores como el resto de las actuaciones previstas en el PNR son adecuadas para abordar los problemas estructurales a los que se enfrenta la economía española. Pero, además, el mantenimiento de un marco común de diagnóstico, de actuación y de seguimiento es igualmente importante, puesto que el logro de los objetivos establecidos en términos de crecimiento de la productividad y de generación de empleo solo será posible mediante una implementación integrada de las medidas que conforman todos los ejes de actuación, incluidas las relativas al mercado de trabajo y al capital humano. De esta manera se podrá incidir simultáneamente sobre los mercados de factores y productos, potenciando con ello las sinergias del programa de reformas.

ción con los estándares internacionales, sobre todo en relación con las economías más dinámicas, donde se observa que precisamente este tipo de actividades constituye el núcleo más dinámico de los servicios y desempeña un papel fundamental como determinante de su competitividad internacional. Pero también es importante profundizar en la liberalización de las industrias de red, en particular en las actividades vinculadas a la producción y distribución de la energía, pues se observa un cierto agotamiento en los avances en la competencia efectiva tras una década de liberalización de los mercados correspondientes. Hay que avanzar también en la racionalización del transporte por carretera que muestra niveles de productividad

reducidos y potenciar las mejoras de eficiencia que puede generar un entorno más competitivo para el transporte ferroviario, como el que posibilita la última reordenación del sector. Igualmente, sería necesario perseguir una mayor liberalización del mercado de alquileres y una mejor ordenación del mercado del suelo que promuevan un funcionamiento más eficiente del mercado de la vivienda.

Solo si se abordan estas tareas, será posible compatibilizar los incrementos necesarios en términos de la tasa de actividad y de ocupación, en un contexto demográfico expansivo, con la recuperación de la competitividad en la UEM y adecuar la estructura productiva de la economía española a los retos que plantea la globalización. En definitiva, la forma en que se absorban los desequilibrios que han empezado a materializarse es importante, tanto para la continuidad de la actual fase de expansión como para el futuro de la economía española dentro de la UEM.

2 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

El entorno exterior del área del euro

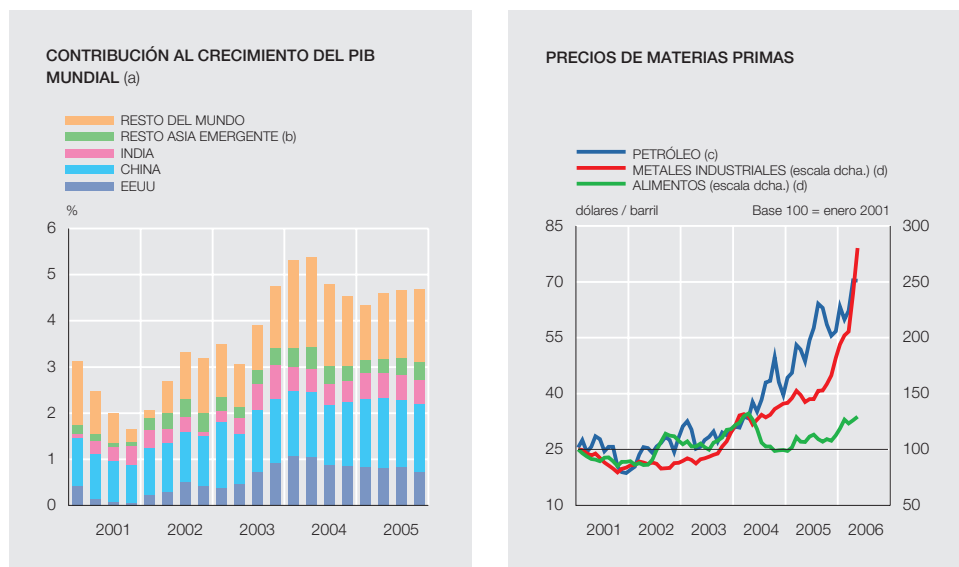
1 Rasgos generales

La economía mundial volvió a experimentar en 2005 un fuerte crecimiento de la actividad, en un entorno de baja inflación —a pesar de la continuada tendencia al alza en el precio del petróleo— y en un contexto de aumentos de los tipos de interés oficiales en varias de las principales economías avanzadas. Como se verá a lo largo de este capítulo, el tono aún expansivo de las políticas económicas, las condiciones holgadas de financiación y el buen comportamiento de los mercados financieros, así como el auge del sector inmobiliario en algunos países, contribuyeron a sostener el vigor económico. Sin embargo, estos elementos despiertan también cierta preocupación, especialmente ante el riesgo de mayores presiones inflacionistas o ajustes significativos en los mercados financieros que, entre otras razones, podrían desencadenarse por una corrección desordenada de los desequilibrios globales, que han continuado acumulándose.

El crecimiento de la economía mundial en 2005 (4,8%) superó las expectativas y resultó solo ligeramente inferior al excepcional registro alcanzado en 2004 (véase gráfico 2.1). Tras una leve desaceleración en el primer trimestre, la actividad global mantuvo un ritmo de aumento sostenido en el resto del año. Su distribución geográfica fue relativamente similar a la del ejercicio anterior (véase cuadro 2.1), en la medida en que China, Estados Unidos y la India —que aportaron 1,3, 0,7 y 0,5 puntos porcentuales, respectivamente— fueron responsables de más de la mitad del crecimiento mundial, y que el resto de las economías emergentes mantuvieron, en general, altas tasas de crecimiento, especialmente en el caso de los países exportadores de petróleo. Cabe destacar, no obstante, como hecho particularmente importante la consolidación de las expectativas de revitalización de la economía japonesa y, en menor medida, del área del euro —si bien con tasas de crecimiento que se situaron aún muy por debajo del promedio mundial—, que parece apuntar a una distribución del crecimiento algo más equilibrada.

Las expectativas de estabilización del coste de los productos energéticos existentes a principios de 2005 se mostraron demasiado optimistas y el precio del petróleo experimentó entre enero y septiembre un aumento superior al 60% (véase gráfico 2.1), hasta alcanzar niveles superiores a los 68 dólares por barril, coincidiendo con los huracanes en la costa del Golfo de México. Cotizaciones similares se volvieron a registrar en enero y fueron incluso superadas en abril y mayo de 2006, a raíz del aumento de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio. Como ya sucedió en 2004, el alza en los precios se produjo en el marco de una pujante demanda de las economías con ritmos de crecimiento más dinámicos, que se enfrentó con limitaciones en el margen disponible para la ampliación de la oferta de crudo, así como con restricciones a la capacidad mundial de refino, que generaron preocupaciones por el abastecimiento futuro. Tanto las expectativas de los mercados como los fundamentos apuntarían a la consolidación de una parte sustancial de las recientes subidas de precios. En comparación con anteriores experiencias de aumentos del precio del crudo, la mayor permanencia y gradualismo del incremento de los ingresos en los países exportadores de petróleo en estos últimos años parece estar generando una mayor respuesta de sus importaciones (véase recuadro 2.1). Otras materias primas industriales se encarecieron, asimismo, de forma muy acusada, debido también al aumento de la demanda y, en algunos casos, al alza de sus costes de producción, fuertemente dependientes del precio de la energía.

Aunque los índices generales de precios reflejaron de forma moderada el encarecimiento del petróleo y otros productos energéticos, esta presión no se trasladó a las medidas de inflación



FUENTES: Estadísticas nacionales, Goldman Sachs y FMI.

- a. Contribución, en puntos porcentuales, a la variación interanual del PIB mundial, calculado a partir de datos obtenidos de 56 países, que representan el 91% del PIB mundial.
- b. Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas.
- c. Crudo Brent. Promedio mensual.
- d. Índices de Goldman Sachs.

subyacente —que se mantuvieron estables en niveles bajos (véase gráfico 2.2)—. El anclaje de las expectativas de inflación, en un marco de credibilidad antiinflacionista de las políticas monetarias, que fue también en parte debido a la competencia internacional proveniente de las economías emergentes, contribuyó a moderar las presiones salariales y fue fundamental para evitar efectos de segunda ronda del aumento del precio del petróleo.

Este entorno de inflación controlada permitió a los bancos centrales de los países industrializados dar un carácter gradual y ordenado a la retirada del estímulo monetario (véase gráfico 2.3), proceso que fue en gran parte anticipado por los mercados, lo que contribuyó a su reducido impacto sobre la actividad. En Estados Unidos, la Reserva Federal aumentó el tipo de interés objetivo de los fondos federales desde inicios de 2005 en 275 puntos básicos, hasta situarlo en el 5% en mayo de 2006. El Banco Central Europeo, por su parte, aumentó en medio punto su tipo de interés de referencia en el mismo período, hasta el 2,5%. El Banco de Japón, ante las perspectivas de salida de la deflación, cambió la instrumentación de la política monetaria, en un movimiento que fue interpretado como previo a una subida futura de los tipos de interés, que, sin embargo, aún no se había producido al cierre de este Informe. El diferente ritmo de ajuste de sus políticas monetarias supuso la apertura de un significativo diferencial positivo de rentabilidades a corto plazo entre Estados Unidos y la zona del euro —de signo contrario al vigente en 2004—, y la ampliación del existente entre estas economías y Japón. En los países emergentes, los tipos de interés aumentaron en aquellos donde fue necesario contener las presiones inflacionistas —como fue el caso en algunos de los asiáticos—, mientras que en general —tanto en América Latina como en Europa central y del este— el tono de las políticas monetarias se distendió a medida que se estabilizaron las condiciones financieras internas, en una situación de presiones generalizadas tendentes a apreciar los tipos de cambio.

Además del encarecimiento del petróleo y del aumento de tipos oficiales, la economía mundial superó sin apenas tensiones reseñables diversas perturbaciones de carácter local o más coyuntural, pese a sus implicaciones potencialmente importantes. Entre ellas, cabría destacar

	2001	2002	2003	2004	2005
ESTADOS UNIDOS					
PIB	0,8	1,6	2,7	4,2	3,5
IPC (a)	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4
Balanza cuenta corriente (% PIB)	-3,8	-4,5	-4,7	-5,7	-6,4
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-0,7	-4,0	-5,0	-4,7	-4,1
JAPÓN					
PIB	0,4	0,1	1,8	2,3	2,7
IPC (a)	-0,7	-0,9	-0,3	0,0	-0,3
Balanza cuenta corriente (% PIB)	2,1	2,9	3,2	3,8	3,6
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-6,4	-8,2	-8,1	-6,6	-5,8
REINO UNIDO					
PIB	2,2	2,0	2,5	3,1	1,8
IPC (a)	1,2	1,3	1,4	1,3	2,1
Balanza cuenta corriente (% PIB)	-2,2	-1,6	-1,4	-2,0	-2,6
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	0,9	-1,5	-3,2	-3,2	-3,6
CHINA					
PIB	8,3	9,1	10,0	10,1	9,9
IPC (a)	0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8
Balanza cuenta corriente (% PIB)	1,3	2,4	2,8	3,6	7,2
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-2,3	-2,6	-2,2	-1,3	-1,1
AMÉRICA LATINA (b) (c)					
PIB	0,4	-0,2	2,1	5,9	4,3
IPC (a)	5,8	9,3	10,9	6,0	6,3
Balanza cuenta corriente (% PIB)	-2,9	-0,2	0,8	1,2	1,3
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-3,2	-5,1	-2,0	-0,6	-0,8
NUEVOS MIEMBROS UE (b) (d)					
PIB	2,7	2,5	3,9	5,3	4,6
IPC (a)	-1,0	2,9	2,8	3,5	-0,8
Balanza cuenta corriente (% PIB)	-4,3	-4,4	-4,2	-5,5	-3,9
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-4,1	-4,8	-4,8	-3,5	-2,8

FUENTES: Banco de España, Comisión Europea, FMI y estadísticas nacionales.

a. Tasa de variación media anual.

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, Perú y Uruguay.

d. Letonia, Lituania, Estonia, República Checa, Hungría, Polonia, Eslovenia, Eslovaquia, Chipre y Malta.

los huracanes en la costa del Golfo de México, cuyo principal impacto económico fue la reducción temporal de la capacidad de refino de petróleo y de producción de gas en Estados Unidos, así como la desaceleración del ritmo de actividad en dicho país en los meses finales del año. En el plano financiero, ni las crisis en importantes empresas del sector automovilístico en los Estados Unidos ni las tensiones políticas en Brasil tuvieron una repercusión duradera, gracias, entre otros factores, a la mayor madurez alcanzada por los mercados de derivados de crédito y de deuda pública emergente. Tampoco los diversos episodios de incertidumbre geopolítica, como el atentado terrorista de Londres en el mes de julio o los acontecimientos en Oriente Medio, tuvieron un efecto más que pasajero sobre el ánimo de los mercados financieros y la confianza de los consumidores e inversores.

En consonancia con la situación económica global, el comercio experimentó un elevado crecimiento (7,3%), aunque ligeramente inferior al de 2004. La Conferencia Ministerial de la Organización Mundial del Comercio en Hong Kong concluyó sin resultados inmediatos, más allá del compromiso de eliminar las subvenciones a la exportación antes de 2013. Asimismo, los

El incremento del precio del petróleo en los últimos tres años ha mejorado notablemente los términos de intercambio de los países exportadores de crudo, que recibieron por este concepto alrededor de 700 mm de dólares en 2005 (un 73% más que en 2001), de los cuales alrededor de un 80% se dirigió hacia los países de la OPEP y Rusia. Asimismo, el dinamismo de la economía mundial ha contribuido a que este aumento del precio del petróleo haya estado acompañado por un fuerte incremento del valor de las exportaciones de otras materias primas, también importantes para estas economías. En este recuadro se analiza el uso internacional de esos ingresos por exportación a través de los canales comercial y financiero, comparándolo con episodios anteriores de aumento de precios del petróleo¹.

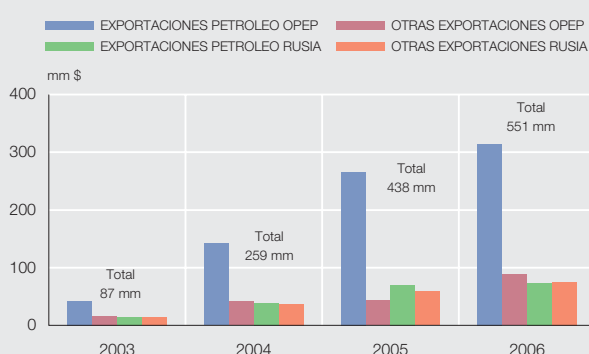
Una posible medida de los recursos adicionales obtenidos por los países exportadores de petróleo es la diferencia entre el valor de sus exportaciones y el de un año base, que en este episodio podría ser 2002. El gráfico 1 muestra el fuerte aumento de ese diferencial de ingresos, que situó el valor acumulado de los ingresos adicionales entre 2002 y 2005 en cerca de 785 mm de dólares, recursos que

pueden ser reciclados internacionalmente a través de un aumento de las importaciones o mediante un aumento de los activos netos de los países exportadores de crudo. Efectivamente, las importaciones en los países exportadores de petróleo han aumentado por encima de los niveles estables mantenidos desde mediados de la década de los años ochenta (véase gráfico 2).

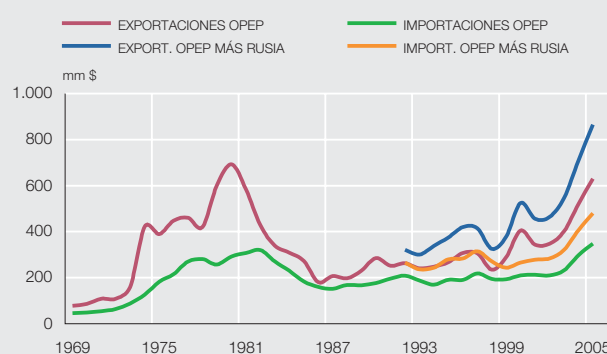
El gráfico 3 muestra que los mercados de futuros parecen considerar el aumento reciente del precio del crudo como relativamente permanente. La corta existencia de estos mercados de futuros impide una comparación rigurosa con episodios anteriores, si bien la propia evolución histórica del precio del petróleo sería indicativa de que también el aumento de 1973 fue más persistente que los de 1979 o 2000. Además, esta mayor permanencia del aumento del precio del crudo en el episodio actual también podría estar apoyada en que este ha sido consecuencia de un empuje de la demanda, a diferencia de los incrementos de precios en episodios anteriores, impulsados por reducciones transitorias o concertadas de la oferta. Si el aumento de ingresos por exportación se percibe como más permanente, el efecto sobre el consumo y las importaciones debería ser mayor que en el caso de un aumento temporal. En definitiva, a la luz de esta serie de evidencias, se podría esperar una propensión al consumo y a las importaciones en el episodio actual relativamente

1. Véase J. Ruiz y J. Vilarrubia (2006), «Canales de reciclaje internacional de los petrodólares», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.

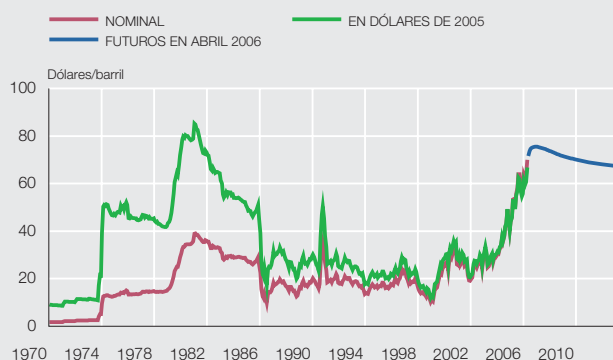
1 INGRESOS ADICIONALES POR EXPORTACIONES RESPECTO A 2002 (a)



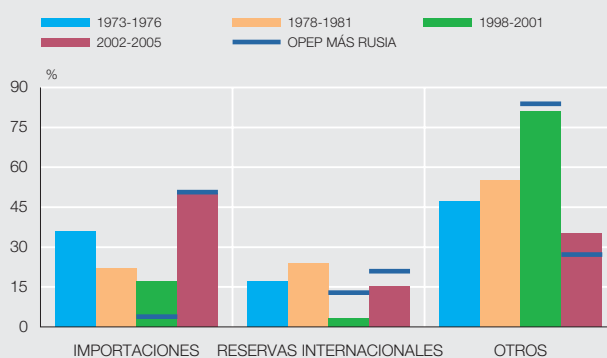
2 EXPORTACIONES E IMPORTACIONES REALES (en dólares de 2005) (b)



3 PRECIO DEL PETRÓLEO



4 RECICLAJE DE LOS INGRESOS ADICIONALES POR EXPORTACIONES EN PAÍSES DE LA OPEP (c)



FUENTES: FMI, BEA, BIS, OPEP, Energy Information Administration, Bloomberg, y Ruiz y Vilarrubia (2006).

- a. Previsiones de exportaciones de petróleo para 2006 de la Energy Information Administration.
- b. Datos para Rusia disponibles solo desde 1992. Datos para 2005 correspondientes a la anualización de los nueve primeros meses.
- c. Porcentaje del incremento de las exportaciones respecto al primer año de cada periodo.

elevada, y más similar a la del año 1973 que a la de los años 1979 o 2000².

Otra característica del actual incremento de los ingresos por exportación de los países de la OPEP ha sido su gradualismo. En comparación con los episodios de 1973 y 1979, donde se produjeron restricciones súbitas de la oferta, el actual aumento progresivo del precio del crudo refleja el incremento paulatino de la demanda y los intentos de la OPEP de acomodar la oferta a este proceso. El aumento más gradual de los ingresos por exportación habría permitido, por tanto, una mayor absorción a través del aumento de las importaciones que en períodos anteriores.

Estas características de relativa permanencia y gradualismo se ven precisamente reflejadas en la importancia relativa de los canales de reciclaje de los ingresos adicionales por exportación. El gráfico 4 descompone el incremento del valor de las exportaciones en los países de la OPEP y Rusia respecto a un año base en: i) un incremento de las importaciones; ii) una aceleración en el ritmo de acumulación de reservas internacionales, y iii) una reducción de las entradas netas de capitales —por el incremento de otros activos o la reducción de pasivos internacionales—. Si se toman en su conjunto los países de la OPEP y Rusia, la mitad del incremento acumulado de las exportaciones entre los años 2003 y 2005 respecto a 2002 se habría reciclado a través del canal comercial —un aumento de las importaciones—, mientras que el resto se habría reciclado a través del canal financiero, casi a partes iguales entre mayor acumulación de reservas internacionales y salida neta de capitales. El porcentaje reciclado a través de mayores importaciones se sitúa, así, dentro del rango de estudios recientes realizados por el FMI y la OCDE, que lo estiman entre el 40% y el 60%³.

2. En la menor propensión al consumo y a las importaciones en el episodio de 2000 ha podido influir también el hecho de que los precios se recuperaran desde los muy bajos niveles en los que se habían situado en 1999. 3. Las estimaciones realizadas por el FMI en el *World Economic Outlook* de abril de 2006 suponen, a diferencia de este análisis, que: i) el incremento de ingresos por exportaciones no petroleras no representa un *shock* positivo para estos países, y ii) que la propensión marginal a importar por un aumento de otros

En la comparación con episodios anteriores, el reciclaje a través de mayores importaciones ha sido más alto en el período 2002-2005, lo que es congruente con su carácter más permanente y gradual. Este aumento del reciclaje a través de mayores importaciones beneficiaría especialmente a Europa y a Asia emergente, zonas que gozan de una mayor cuota relativa en las importaciones de los países de la OPEP y Rusia.

Por otro lado, la acumulación de reservas internacionales también representa un canal importante de reciclaje, de magnitud solo ligeramente inferior al de los dos episodios de la década de los años setenta. Por último, aunque el reciclaje realizado por los países de la OPEP a través de los flujos de capitales no es demasiado diferente a los de hace treinta años, conviene introducir dos matices importantes: i) si se incluye Rusia, ese porcentaje disminuye significativamente, y ii) a diferencia de la década de los setenta, se habría utilizado una mayor proporción de los ingresos adicionales por exportaciones para la reducción de los pasivos de los países exportadores —especialmente, su deuda externa—, en lugar de destinarlos preferentemente al aumento de sus activos en la banca internacional. No parece haberse reproducido en el episodio actual, por tanto, un aumento tan acusado de los depósitos en el sistema bancario internacional como el observado en los setenta, origen de los entonces llamados «euromercados».

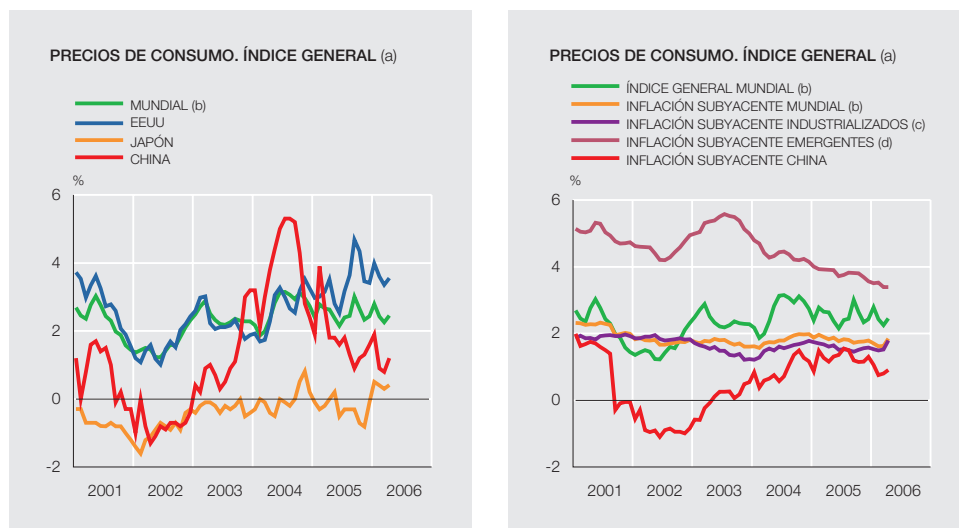
Resulta necesario señalar, sin embargo, que las estimaciones mostradas aquí para el período 2002-2005, que ponen de manifiesto que el reciclaje por la vía comercial ha sido mayor que en la década de los años setenta, únicamente incluyen el efecto contemporáneo acumulado en los tres primeros años del reciente incremento del precio del petróleo. Así, muchos de los efectos retrasados sobre las importaciones, consecuencia del fuerte incremento de las exportaciones en 2004 y 2005, aún no habrían tenido tiempo de manifestarse por completo y podrían ser superiores a los mostrados en el gráfico 4.

ingresos de la cuenta corriente es igual al 100%. Ambos supuestos generan una estimación del reciclaje a través de mayores importaciones inferior a la mostrada aquí para el episodio 2002-2005, aunque no tienen tanto efecto para los otros tres períodos, cuando el incremento de ingresos por exportaciones no petroleras no fue tan significativo.

importantes desequilibrios comerciales internacionales mantuvieron el riesgo de afloramiento de presiones proteccionistas en varios países.

1.1 AMPLIACIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES

La mencionada distribución del crecimiento mundial tuvo como corolario una ampliación de los desequilibrios globales (véase gráfico 2.4). Así, Estados Unidos registró un nuevo máximo histórico en el déficit por cuenta corriente, que alcanzó el 6,4% del PIB en el conjunto del ejercicio, alrededor del 2% de la renta mundial medida a tipos de cambio de mercado y el 65% del total de la necesidad de financiación global. La zona del euro, en cambio, mantuvo una posición prácticamente equilibrada, tan solo con un pequeño déficit, mientras que el Reino Unido alcanzó un déficit del 2,6% del PIB. Entre las economías con posiciones claramente superavitarias, el bloque de las exportadoras de petróleo superó a



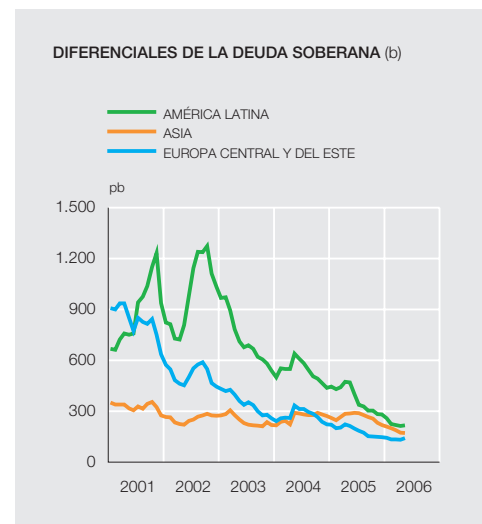
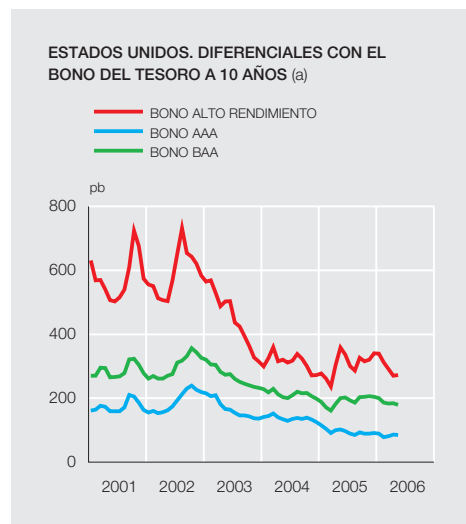
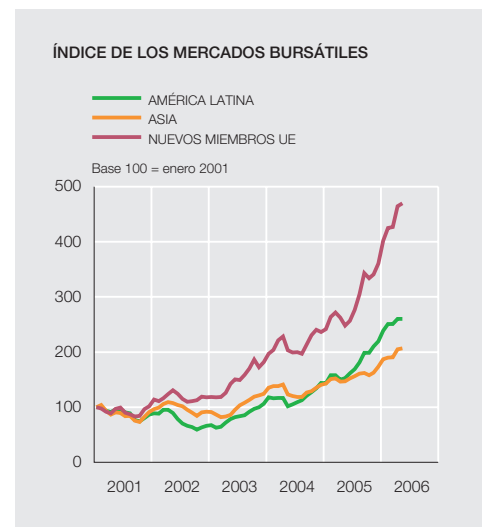
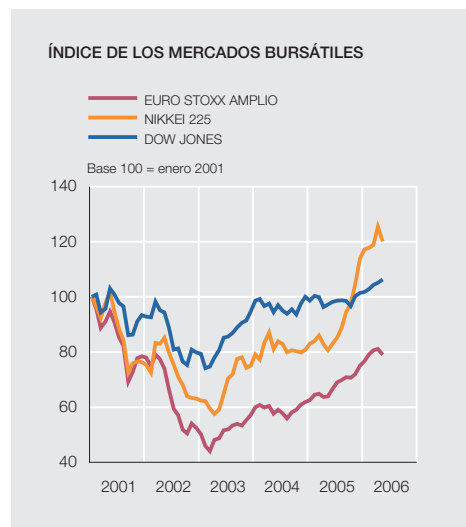
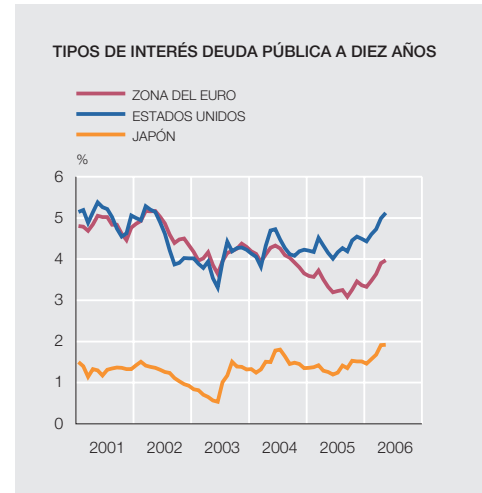
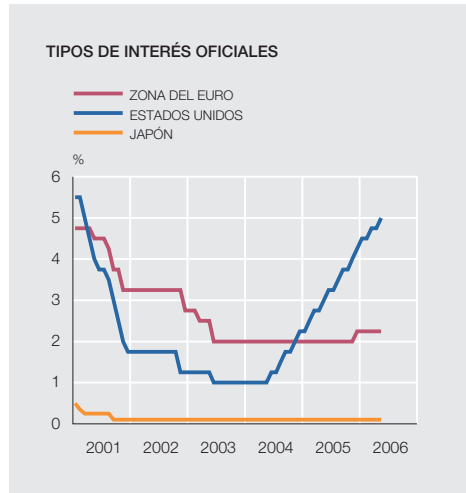
FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

- a. Tasas de variación interanual.
- b. Agregado calculado a partir de datos de 30 países que representan el 70% del PIB mundial.
- c. EE.UU., Canadá, Japón, Zona del euro, Reino Unido, Dinamarca, Noruega y Suecia.
- d. Brasil, Chile, México, Polonia, Hungría, Corea, Tailandia y Sudáfrica.

Japón —tradicionalmente la nación con mayor ahorro externo— como principal fuente de financiación internacional. Fue destacable también el papel de China, pues, a pesar de tener una de las tasas de inversión más altas del mundo (43% del PIB), tuvo una tasa de ahorro aún mayor (48% del PIB), lo que supuso que su superávit por cuenta corriente superara el 13% del total de las fuentes de financiación en el año 2005 (véase gráfico 2.5).

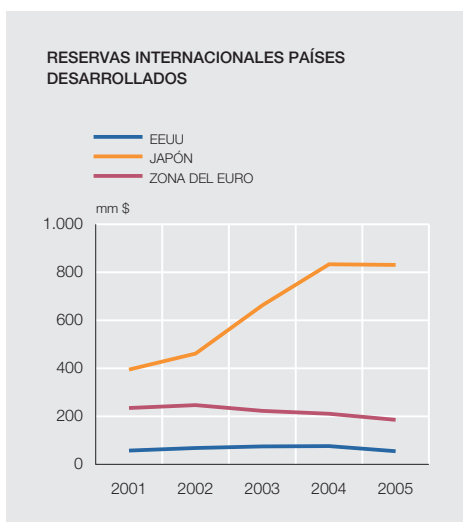
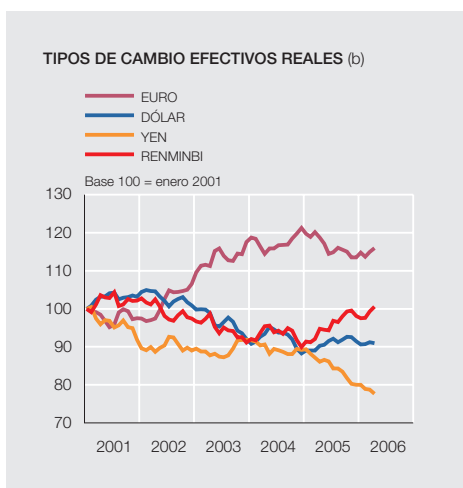
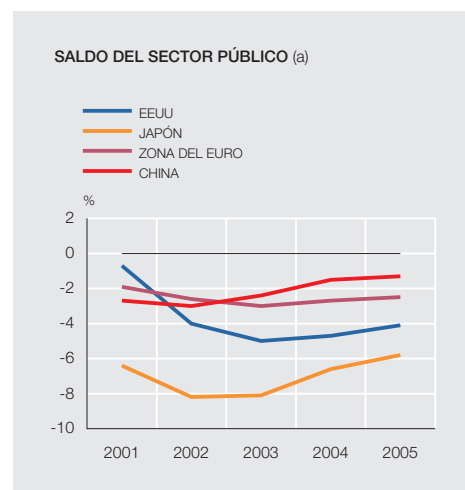
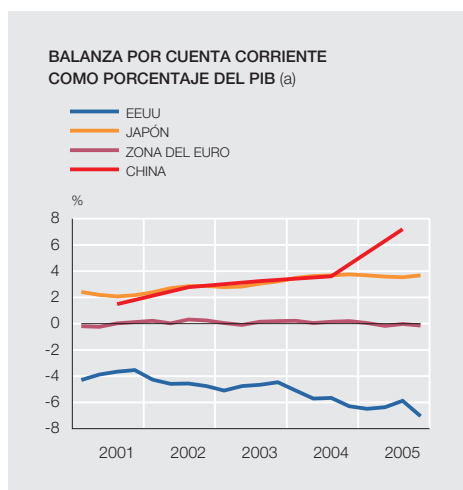
La continuación en 2005 de desequilibrios de esta magnitud refleja las tendencias de ahorro e inversión a nivel global y, en particular, el hecho de que las tasas de inversión declinaron menos que las de ahorro en los países industrializados, mientras que en los emergentes el crecimiento del ahorro superó al de la inversión. En consecuencia, estos últimos han tendido, como bloque, a financiar déficits crecientes en los primeros, lo que resulta contradictorio con las pautas habituales y con la idea de que los flujos de capital tienden normalmente a dirigirse a las áreas peor dotadas de este factor en términos relativos. Esta disociación entre tasas de ahorro e inversión de cada país se ha visto favorecida, además, por la continuada reducción en el sesgo nacional del ahorro desde la década de los años ochenta. Es necesario resaltar, sin embargo, que, si bien este fenómeno ha podido contribuir a facilitar la financiación de mayores déficits externos, es muy dudoso que justifique la magnitud de los desequilibrios actuales, sobre cuya insostenibilidad existe un consenso elevado.

Respecto a la evolución de los tipos de cambio, entre diciembre de 2004 y abril de 2006 la divisa estadounidense experimentó una apreciación en términos efectivos reales del 3,1%, que corrigió en parte la tendencia de los tres años anteriores, aunque con una perspectiva temporal más amplia la depreciación efectiva real del dólar entre febrero de 2002 y abril de 2006 aún es del 13% (véase gráfico 2.4). La mayor rentabilidad de los activos en dólares tras los aumentos de los tipos oficiales en Estados Unidos, junto con la consolidación de expectativas favorables de crecimiento de la economía norteamericana, parecieron tener una mayor influencia sobre la trayectoria del dólar que el saldo negativo de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos. La apreciación se produjo, principalmente, respecto a las divisas de otras economías avanzadas —un 7% frente al euro y un 8% frente al yen entre diciembre de



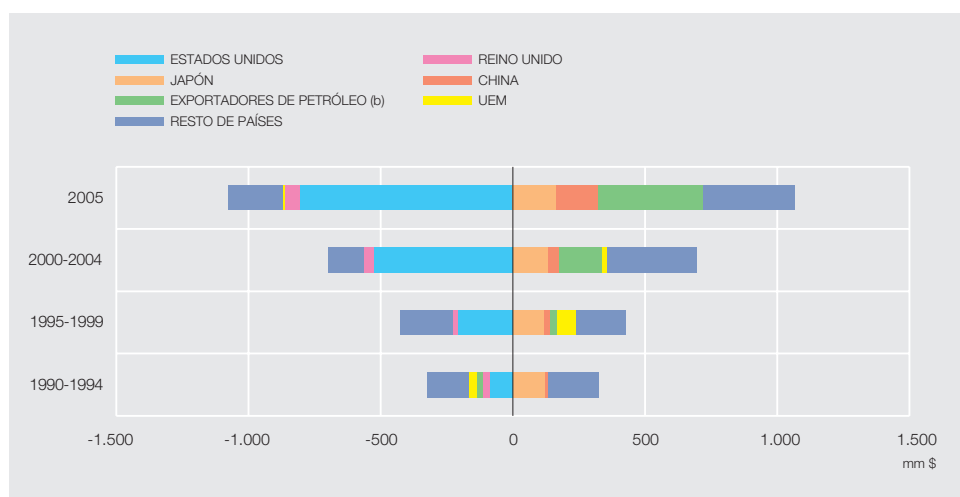
FUENTES: Banco de España y Bloomberg.

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



FUENTES: JP Morgan, Estadísticas nacionales y FMI.

- a. (+) superávit, (-) déficit.
- b. Elaborados con precios de consumo. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.
- c. Argentina, Brasil, Chile, Méjico, Colombia, Venezuela y Perú.
- d. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Filipinas, Singapur y Taiwán.
- e. República Checa, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.
- f. Agregados de países según la definición del FMI (WEO).



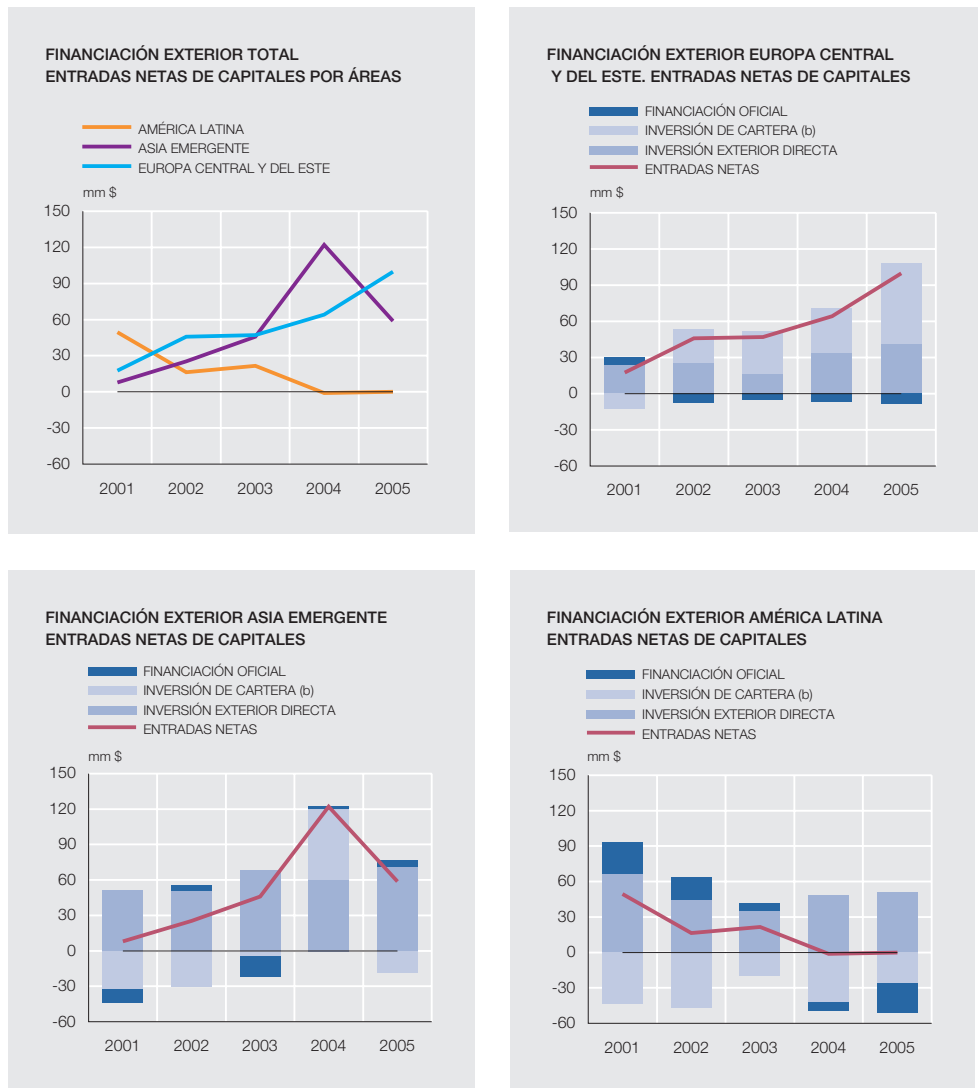
FUENTE: FMI.

a. En dólares de 2005.

b. Países de la OPEP más Rusia y Noruega.

2004 y abril de 2006—, en tanto que el dólar tendió a depreciarse respecto a la mayoría de las divisas emergentes, cuya fortaleza —inducida, entre otros factores, por la búsqueda de rentabilidad y por su atractivo para la inversión exterior— fue moderada parcialmente por las intervenciones de los bancos centrales, que resultaron en una significativa acumulación de reservas exteriores en todas las áreas emergentes (véase gráfico 2.4). Por su parte, a pesar de una moderada apreciación nominal del renminbi frente al dólar —3,3% entre diciembre de 2004 y abril de 2006— y una prácticamente nula apreciación real frente a la divisa estadounidense, la diferente composición del comercio exterior entre China y Estados Unidos hizo que la divisa china registrara una apreciación, en términos efectivos reales, del 9% en ese mismo período, aunque con una perspectiva más amplia la ganancia de competitividad de la economía china en los últimos cuatro años resulta aún del 4%.

En cuanto a los flujos de capital internacionales, los países de Europa central y del este —con entradas netas de 100 mm de dólares— superaron a los mercados emergentes de Asia —que recibieron 59 mm— como destino preferente entre las economías emergentes y en desarrollo (véase gráfico 2.6). Los flujos de capital privado dirigidos al conjunto de estas marcaron un nuevo máximo histórico, superando el alcanzado en 2004, al igual que la inversión extranjera directa. Resultó destacable la salida de flujos de cartera de los mercados de Asia, posiblemente asociada al estrechamiento del diferencial de rentabilidad respecto a las economías avanzadas, aunque se vio compensada por el continuado atractivo de la región para la inversión directa extranjera. En América Latina, a pesar de las fuertes entradas de inversión directa, los flujos netos totales fueron prácticamente nulos, debido al signo negativo tanto de los préstamos bancarios como de los flujos oficiales, estos últimos por la ausencia de crisis en la región y por el pago anticipado de las importantes deudas que Argentina y Brasil mantenían con el Fondo Monetario Internacional (véase gráfico 2.6). Esta devolución supuso que América Latina dejara de ser el principal receptor de los recursos financieros de dicha institución por primera vez desde 1997. Durante 2006 se reforzó, por otra parte, el interés de los inversores internacionales por los mercados emergentes, lo que, unido al deseo de las autoridades de estos últimos por reducir su dependencia respecto de la deuda denominada en moneda extranjera, potenció el desarrollo de los mercados internos de deuda, así como las emisiones internacionales en moneda local.



FUENTE: FMI.

a. Agregados de países según la definición del FMI (WEO).
 b. Incluye los préstamos bancarios.

1.2 LOS PILARES DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO INTERNACIONAL

Entre los factores que sostuvieron la actividad en 2005 fue determinante el tono todavía expansivo de las políticas macroeconómicas, no obstante su gradual corrección. Las políticas fiscales mantuvieron un carácter estimulante en la mayoría de los países desarrollados (véase gráfico 2.4) y, si bien tanto Estados Unidos como Japón anunciaron planes para moderar el gasto, estos no tuvieron un efecto acusado en las cuentas públicas de 2005, sino que se prevé su aplicación gradual en los próximos ejercicios. En el área del euro hubo una mejoría de cuatro décimas en el saldo de las cuentas públicas, que finalizó 2005 con un déficit equivalente al 2,4% del PIB. Por otra parte, las políticas monetarias siguieron contribuyendo, en general, al sostenimiento de la actividad, en la medida en que las subidas de los tipos oficiales por parte de los principales bancos centrales solo corrigieron parcialmente su tono acomodante.

Las condiciones financieras en un sentido más amplio continuaron siendo holgadas en 2005 (véase gráfico 2.3). En comparación con episodios previos, los aumentos en los tipos de interés oficiales tuvieron una repercusión muy limitada sobre las condiciones financieras en las

economías afectadas. Así, durante todo el año 2005 los tipos de interés a largo plazo se mantuvieron en niveles reducidos, en términos nominales y reales, en la práctica totalidad de los países. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en los últimos cuatro años, se abrió un considerable diferencial positivo entre Estados Unidos y el área del euro a raíz de la reducción de los rendimientos de la deuda pública en la Unión Monetaria Europea en la primera mitad de 2005, en tanto estos se mantenían prácticamente inalterados en Estados Unidos. En este país, la trayectoria de los tipos a largo plazo generó un aplanamiento sustancial de la curva de rendimientos, e incluso que esta tuviera una pendiente negativa en algunos tramos a finales de 2005 y en los primeros meses de 2006. Por su parte, en Japón los tipos de interés se mantuvieron en niveles significativamente inferiores a los del resto del mundo. Sin embargo, el repunte observado en el rendimiento de los bonos en las principales economías a partir de marzo de 2006 redujo la percepción de que los tipos de interés a largo plazo se encontrarían en niveles anormalmente bajos.

El crecimiento económico en 2005 también se vio favorecido por el aumento de la riqueza de los hogares, consecuencia de las revalorizaciones generalizadas en los mercados financieros (véase gráfico 2.3) e inmobiliarios. El entorno global de tipos de interés reducidos, que potenció la búsqueda de rendimientos en inversiones alternativas a la renta fija pública, sirvió de apoyo a las revalorizaciones bursátiles en una situación caracterizada por una baja volatilidad y primas de riesgo inusualmente reducidas. Las bolsas de los países desarrollados tuvieron comportamientos muy favorables a lo largo del ejercicio, aunque en menor medida en Estados Unidos, impulsadas además por los sólidos beneficios empresariales y la reactivación del ciclo de fusiones y adquisiciones. Aún más positivo fue el comportamiento de los mercados bursátiles emergentes, que redundó en máximos en varias bolsas latinoamericanas, del sudeste de Asia y de Oriente Medio, en este último caso debido en parte al impacto de los ingresos procedentes de la exportación de crudo. El rendimiento de las materias primas energéticas, los metales industriales y los metales preciosos también fue notable en 2005, lo que denota que la búsqueda de rentabilidad se extendió a un conjunto amplio de inversiones. Por su parte, los diferenciales de los bonos corporativos se mantuvieron reducidos, aunque repuntaron ligeramente como consecuencia de los episodios de crisis en el sector automovilístico en Estados Unidos. Al contrario de lo ocurrido en episodios anteriores, este repunte en el mercado de deuda corporativa no arrastró a los diferenciales de la deuda soberana de los mercados emergentes, que continuaron en clara tendencia a la baja en América Latina y en Asia, impulsados, además de por la holgada liquidez, por la reducción de vulnerabilidades y por las perspectivas positivas para los países exportadores de materias primas. Entre los nuevos miembros de la Unión Europea, los diferenciales soberanos también se redujeron, pese a haber alcanzado ya niveles muy ajustados en años anteriores. Tanto las elevadas cotizaciones de las materias primas como el estrechamiento de los diferenciales de la deuda fueron factores de gran importancia en la consolidación del crecimiento económico de varios mercados emergentes.

Los precios de los activos inmobiliarios mostraron en muchas zonas ritmos de incremento muy elevados, sustancialmente superiores a los observados en los alquileres, debido también, en parte, a las favorables condiciones de financiación. Sin embargo, este aumento no fue tan acusado como en 2004. De hecho, en algunos países desarrollados se asistió a una desaceleración en el ritmo de revalorización de los bienes inmuebles y en la actividad del sector de la construcción, que resultó ser especialmente acusada en Australia y en el Reino Unido —donde existió cierta evidencia de un impacto negativo sobre el consumo—, mientras que en Estados Unidos y en algunas economías del área del euro fue de carácter más incipiente.

Por último, el mantenimiento de un elevado crecimiento con baja inflación parece estar relacionado, además de con la credibilidad antiinflacionista de las políticas monetarias, con las profundas transformaciones estructurales atravesadas por la economía mundial en la última década, entre las que destacarían: i) la mayor flexibilidad de las principales economías, con-

secuencia de los avances en los procesos de apertura y en la adopción de nuevas tecnologías, y ii) la penetración de China y otros competidores emergentes en los mercados internacionales de bienes y servicios, que ha ejercido un efecto moderador sobre la inflación. Suscita preocupación, no obstante, el hecho de que la continuidad del crecimiento global dependa de una combinación de políticas económicas expansivas, tipos de interés bajos y elevados precios de los activos, en la medida en que la confluencia de estos factores genera desequilibrios externos e internos cuya sostenibilidad es sumamente incierta y cuyos mecanismos de corrección podrían ser costosos.

1.3 ALGUNOS RASGOS PECULIARES DE LA ACTUAL FASE EXPANSIVA

Los reducidos tipos de interés a largo plazo observados durante la mayor parte de 2005 son, en cierta medida, inusuales, especialmente si se tiene en cuenta la situación fiscal deficitaria de algunas de las principales economías desarrolladas. Además, las rentabilidades de los bonos fueron durante ese año relativamente insensibles al alza de los tipos de interés oficiales, si bien a partir de marzo de 2006 los tipos de interés a largo plazo mostraron una tendencia marcadamente ascendente, quizás en parte inducida por la reafirmación de las expectativas de endurecimientos adicionales de las políticas monetarias en las principales economías. Se han propuesto varias explicaciones no excluyentes respecto al bajo nivel de los tipos de interés a largo plazo en 2005, algunas de ellas con implicaciones radicalmente diferentes para el rumbo futuro de la política monetaria, lo cual añade un elemento de incertidumbre adicional (véase recuadro 2.2).

La revalorización de los activos financieros e inmobiliarios también presenta algún rasgo inusual. A este respecto, es posible atribuir parte de esta revalorización a las buenas perspectivas de la economía mundial tras las transformaciones estructurales asociadas al proceso de globalización. Sin embargo, en ese caso se debería haber observado una expansión decidida de la inversión por parte de las empresas, que, pese a las favorables condiciones de financiación y al buen comportamiento de los beneficios, no se produjo en 2005. Así, la formación de capital no resultó especialmente reseñable en Estados Unidos y se mantuvo en niveles aún deprimidos en varios mercados emergentes asiáticos, con las excepciones de China y la India. Aunque el efecto de los escándalos corporativos de los últimos años y la herencia de sobreinversiones en la burbuja tecnológica explicarían en parte la reticencia de las empresas a invertir, puede resultar sorprendente que, al mismo tiempo, los inversores en los mercados financieros muestren un comportamiento que parece indicar una elevada disposición a asumir riesgos.

Por otra parte, el encarecimiento de la energía y de otras materias primas lastró significativamente el poder adquisitivo de los consumidores, aunque, a diferencia de lo ocurrido en otros episodios de tensión en los mercados energéticos, no generó presiones salariales significativas. A este respecto, la continuidad en el futuro de un panorama de inflación tan benigno como el observado en 2005 dependerá, en buena medida, del mantenimiento de la credibilidad de las políticas monetarias y del carácter coyuntural o permanente de los factores que han influido —positiva o negativamente— sobre el crecimiento de los índices de precios. Así, una mayor incorporación de la relativa permanencia del aumento del precio del petróleo en las expectativas de los agentes podría inducir presiones salariales que hasta ahora apenas se han observado. Por otro lado, en la medida en que el efecto sobre los precios de los bienes finales de la penetración de China y de otras economías emergentes, con costes de producción muy competitivos, sea relativamente persistente, el objetivo de estabilidad de precios perseguido por los bancos centrales sería más fácilmente alcanzable.

1.4 PERSPECTIVAS Y FACTORES DE RIESGO

Pese a las incertidumbres que se derivan de los rasgos mencionados anteriormente, las perspectivas para 2006 apuntan al mantenimiento de una expansión vigorosa a escala global, con un reparto geográfico más equilibrado, así como a la persistencia de una baja inflación. Sobre este escenario central surgen, sin embargo, dos riesgos principales ligados al precio del petróleo y a

La relativa estabilidad de los tipos de interés a largo plazo en torno a niveles reducidos observada durante la mayor parte de 2005, tanto en Estados Unidos como a nivel mundial, puede resultar sorprendente cuando se considera el crecimiento de la actividad, el aumento de los precios de la energía y, en algunos países, la presencia de importantes desequilibrios fiscales. Es particularmente notorio el hecho de que, a diferencia de lo ocurrido en anteriores episodios, el gradual —pero significativo— incremento de los tipos de interés oficiales por parte de la Reserva Federal, iniciado en junio de 2004, apenas repercutió en un aumento del tipo de interés del bono del Tesoro de Estados Unidos a diez años. Si bien desde marzo de 2006 los rendimientos de la deuda pública experimentaron un repunte apreciable, que podría apuntar al fin de este comportamiento inusual, hasta abril de 2006 este repunte aún era de una magnitud reducida en comparación con la variación acumulada en el tipo de interés oficial (véase gráfico 1).

Se han planteado varias hipótesis para explicar este comportamiento aparentemente anómalo de los tipos de interés a largo plazo. Una de ellas plantea la posibilidad de un deterioro en las expectativas de crecimiento futuro, que vendría anticipado por el aplanamiento, e incluso la inversión, de la curva de rendimientos por plazos. Sin embargo, la mayoría de las previsiones apuntan a un crecimiento sostenido, y la evolución de otros indicadores financieros, como los precios de las acciones y las primas de riesgo de crédito, tampoco anticipa una desaceleración económica. Otra posible explicación se centra en el buen comportamiento reciente de la inflación y en el mantenimiento de las expectativas en niveles moderados, que habría disminuido no solo el componente de inflación esperada incorporado a los tipos de interés a largo plazo, sino también la prima de riesgo por inflación. De hecho, históricamente, los períodos de inflación baja y estable han coincidido con épocas de tipos de interés reales similares a los observados en los últimos años¹. Un factor que también se suele mencionar es la gran holgura de liquidez en el sistema financiero internacional, relacionada con unas políticas monetarias muy expansivas en los últimos años. Los inversores estarían invirtiendo esta

liquidez en una amplia gama de activos reales y financieros, alentados quizás por una percepción excesivamente optimista del riesgo. Una hipótesis alternativa sería que existe un exceso de ahorro global, consecuencia de unos elevados niveles de esta variable en las economías emergentes, especialmente en Asia y —más recientemente— en los países exportadores de petróleo, acompañados de una demanda de inversión relativamente débil, particularmente en Asia (excluyendo a China), pero también en los países industrializados, tras las crisis de finales de la década de los noventa. También se ha subrayado el papel de los inversores institucionales, como fondos de pensiones y compañías de seguros, ante los cambios en la normativa contable y en otros aspectos regulatorios. Estos han favorecido una gestión de los balances orientada a equiparar la duración de activos y pasivos, así como a reducir la volatilidad de las valoraciones, por lo cual han tendido a incrementar la proporción de bonos en las carteras, reduciendo la participación de las acciones.

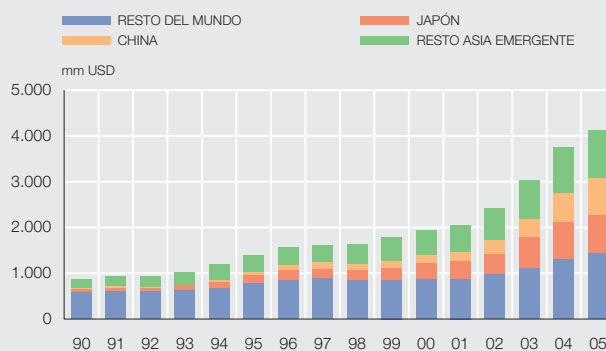
La intensa acumulación de reservas internacionales desde 1999 por parte de las autoridades monetarias de algunos países, sobre todo los asiáticos (véase gráfico 2), y su colocación en activos de renta fija norteamericanos también podrían haber contribuido a reducir los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos. Nótese que, tras la crisis asiática de finales de los noventa, numerosos países de esta área han adquirido niveles de reservas exteriores muy superiores a lo que sugerirían los indicadores tradicionales, basados en la cobertura de importaciones o los pagos de deuda exterior a corto plazo. Diversas razones, tales como el establecimiento de un colchón suficiente de reservas que sirviera como seguro unilateral frente a crisis financieras futuras, el mantenimiento de un tipo de cambio que asegure un elevado nivel de competitividad exterior y, en algún caso, la ausencia de un sistema financiero interno desarrollado, que permita canalizar el ahorro hacia activos denominados en moneda nacional, han contribuido a este fuerte incremento de las reservas exteriores. Posteriormente, la inversión de estas reservas por los bancos centrales se ha dirigido de manera preponderante hacia activos de renta fija denominados en dólares, por motivos sobre todo de seguridad, liquidez y profundidad de los mercados. En la medida en que exista una sustitución imperfecta de activos financieros, la demanda «cautiva» de títulos públicos norteamericanos proveniente de las intervencio-

1. Véase, por ejemplo, el análisis del FMI en el capítulo I del *World Economic Outlook* de abril de 2006.

1 TIPOS DE INTERÉS OFICIAL Y A 10 AÑOS EN EEUU



2 RESERVAS EXTERIORES



FUENTES: Reserva Federal y FMI.

nes cambiarias asiáticas podría haber afectado a los tipos de interés en aquellos segmentos de la curva de rendimientos por plazos donde se concentraran las compras de deuda.

Un reciente estudio² ha tratado de estimar el efecto de las compras de deuda pública estadounidense por los bancos centrales asiáticos sobre los tipos de interés a largo plazo. Mediante un modelo basado en un mecanismo de corrección de error, se estimó una relación a largo plazo y otra a corto plazo entre los tipos de interés, el tono de la política monetaria en Estados Unidos, las expectativas de inflación, los déficits públicos y medidas alternativas de compras de bonos por los bancos centrales. Las estimaciones se hicieron para un período relativamente

amplio (1994-2005) y para otro más corto (1999-2005), en el que la acumulación de reservas ha sido más notable. Asimismo, se distinguió entre el tipo de interés a diez años y el tipo de interés a tres años, en la medida en que las compras de bonos por los bancos centrales previsiblemente se concentran en el tramo intermedio-corto de la curva de rendimientos, y no tanto en los plazos más largos. Los resultados de la estimación de este modelo apuntarían a que las compras de bonos por parte de los bancos centrales asiáticos no han ejercido una influencia significativa en el nivel del tipo de interés a diez años en Estados Unidos, si bien, para el período 1999-2005, sí habrían afectado a la dinámica de los tipos de interés, pudiendo haber acentuado una tendencia a la baja ya existente. En las estimaciones referidas al tramo intermedio de la curva de rendimientos por plazos, en el período 1999-2005 estas compras sí habrían resultado significativas para explicar tanto el nivel como la dinámica de los tipos de interés. En el momento de máximas intervenciones, los tipos de interés en esta parte de la curva podrían haberse reducido hasta en 65 puntos básicos.

2. L. Cuadro, S. Gavilá, E. González Mota y T. Reis (2006), «The impact of Reserve Accumulation on Asset Prices», en *The Accumulation of Foreign Reserves*, Occasional Paper Series, n.º 43, Banco Central Europeo. También se publicará próximamente como Documento de Trabajo del Banco de España.

la reversión abrupta de las holgadas condiciones de financiación, habida cuenta también de los desequilibrios globales de balanza de pagos existentes. Junto a los anteriores riesgos, hay que mencionar también el relacionado con la gripe aviar, cuya naturaleza hace que la valoración de sus potenciales consecuencias económicas resulte particularmente compleja.

En la medida en que un futuro encarecimiento del petróleo estuviera asociado a una reducción en su oferta, y no al impulso de la demanda, es posible que su efecto negativo sobre la economía mundial fuera más acusado que en los dos últimos años. Conviene recordar que parte de la resistencia del crecimiento en los últimos años se debería a que el aumento de precio del crudo habría actuado solo como un estabilizador automático del fuerte ritmo de la actividad económica, sin mellar la confianza de los agentes en la continuidad del crecimiento. Sin embargo, un aumento del precio del petróleo ligado a un fuerte recorte de la oferta tendría un impacto negativo sobre la confianza de los agentes en la continuidad de una actividad dinámica. El grado de atención que los mercados financieros han prestado a la evolución de los conflictos sociales y a la inestabilidad geopolítica en algunas zonas productoras ratificaría la importancia otorgada a este riesgo.

El segundo factor de incertidumbre estaría ligado al aumento de los tipos de interés a largo plazo, en una situación de elevado endeudamiento del sector público y privado —especialmente, de los hogares—, cuyo origen se halla en las políticas económicas laxas y en las condiciones de liquidez holgadas de los últimos años. Si bien estas políticas económicas expansivas han contribuido a que la economía mundial haya resistido mejor las perturbaciones recientes, el aumento del endeudamiento ha exacerbado en cierta medida su vulnerabilidad ante incrementos de los tipos de interés a largo plazo. A este respecto, al cierre de este Informe aún resultaba incierto cuál sería el efecto del paulatino aumento en los rendimientos de la deuda observado desde marzo de 2006. Asimismo, no debe subestimarse la posibilidad de que determinadas perturbaciones pudieran inducir una elevación abrupta de los tipos de interés.

En primer lugar, un repunte generalizado e intenso de la inflación tendría, con gran probabilidad, una repercusión inmediata sobre los tipos en los tramos largos de la curva de rendimientos.

Este repunte podría ser el resultado de un ajuste al alza en las expectativas de inflación, tal vez por una mayor percepción del carácter permanente del aumento en el coste del petróleo, o bien por la aparición de tensiones salariales en países con una elevada utilización de la capacidad productiva y mercados laborales cercanos a las tasas naturales de paro.

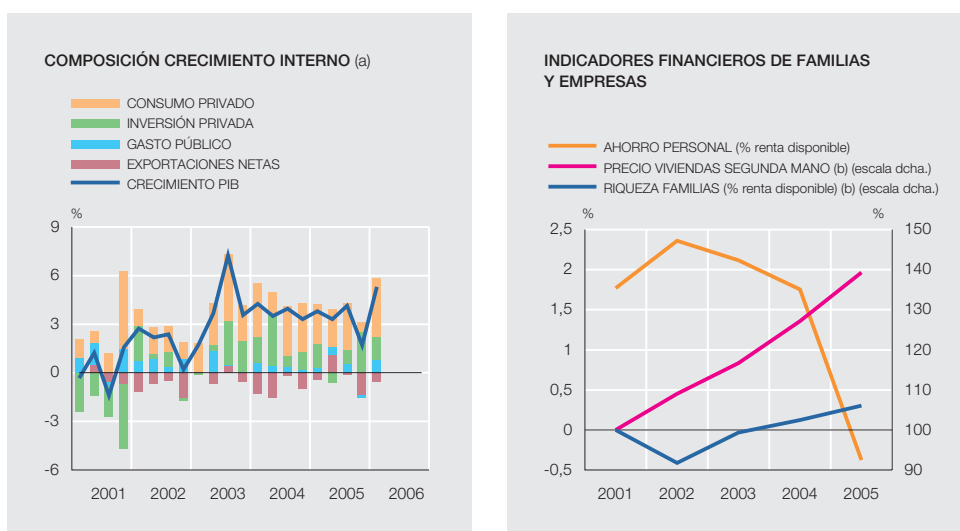
En el plano financiero, la retracción del estímulo monetario en la mayor parte de economías industrializadas en el futuro podría, si estos cambios no han sido correctamente anticipados por los agentes, materializarse en un rápido aumento de las rentabilidades a largo plazo y de las primas de riesgo, especialmente si estas últimas reflejan actualmente un exceso de optimismo entre los inversores financieros. Si bien, en general, las instituciones financieras parecen estar suficientemente preparadas para afrontar este aumento de los costes de financiación, el sector de las familias —especialmente, allí donde se aprecian signos de sobrevaloración del mercado inmobiliario— y algunas economías emergentes que no han mejorado suficientemente su estructura de deuda podrían sufrir las mayores consecuencias negativas de este ajuste.

Por último, una posible evolución desfavorable de los tipos de interés estaría también ligada a las turbulencias financieras que podrían suscitar los desequilibrios globales. En particular, una menor disposición de los inversores a financiar los déficits públicos y por cuenta corriente de Estados Unidos se reflejaría, seguramente, en un aumento más acusado de sus tipos a largo plazo, que podría extenderse al resto del mundo. Asimismo, estos movimientos, sobre todo si son abruptos, podrían venir acompañados por un aumento generalizado de las primas de riesgo, con repercusiones desfavorables sobre los mercados de renta variable y sobre el coste de financiación de los emisores privados y de los países emergentes. Al mismo tiempo, movimientos amplios y repentinos de las rentabilidades a largo plazo podrían acarrear la ralentización de la economía de Estados Unidos, para la cual no existe un sustituto como motor del crecimiento mundial, a pesar de la expansión de las economías emergentes de Asia y de la reciente aceleración de Japón y de la zona del euro. Esto acentúa la necesidad de impulsar con decisión las políticas que ayuden a una reabsorción ordenada de los desequilibrios, y que incluyen políticas fiscales más restrictivas en Estados Unidos, una mayor flexibilidad cambiaria en Asia y reformas estructurales en Europa y en Japón que permitan una mayor capacidad autónoma de crecimiento en estas áreas.

La persistencia durante los últimos años de los desequilibrios globales no debe interpretarse como una señal de que es menor el riesgo que estos entrañan. Por el contrario, la acumulación de estos desequilibrios haría más graves las eventuales consecuencias de un ajuste desordenado. Además, la mayor integración financiera y algunas innovaciones recientes en la gama de instrumentos financieros disponibles, si bien permiten una mayor diversificación de riesgos y, por tanto, una mayor resistencia ante perturbaciones locales, hacen difícil determinar qué agentes o sectores soportan ciertos riesgos financieros, que en algún caso podrían haberse concentrado de forma excesiva en segmentos donde la supervisión de los entes reguladores es más limitada. Algunos aspectos de la actual configuración financiera internacional, en definitiva, no han sido hasta ahora puestos a prueba en una situación de crisis, lo que acentúa las incertidumbres y aconseja cautela en las decisiones de política económica y regulatoria.

**2 Estados Unidos:
crecimiento sostenido,
pero escaso ahorro y
creciente desequilibrio
exterior**

Durante 2005 la economía estadounidense mantuvo un ritmo de crecimiento sólido, con una expansión del PIB del 3,5%, cifra cercana a su potencial a medio plazo, pero más moderada que el 4,2% de 2004 (véase gráfico 2.7). La expansión atravesó, no obstante, una inesperada ralentización en el último trimestre del año, que puede atribuirse al impacto retrasado de los violentos huracanes que azotaron la costa del Golfo de México en el otoño y a otros efectos transitorios, como la finalización de las campañas de descuentos para la adquisición de automóviles. El crecimiento del primer trimestre de 2006 confirmó el carácter temporal de



FUENTES: Estadísticas nacionales y Reserva Federal.

a. Aportaciones al crecimiento trimestral anualizado del PIB.
b. Índice 2001 = 100.

esta desaceleración y la recuperación del vigor que caracterizó la mayor parte del año 2005.

El aumento de la riqueza de las familias, gracias a la revalorización de los activos inmobiliarios y financieros, junto con el buen comportamiento del mercado laboral, contrarrestaron el impacto negativo de los precios de la energía sobre el ritmo de crecimiento de la renta disponible de los hogares. De este modo, el consumo privado siguió demostrando una gran firmeza en 2005, con un crecimiento del 3,5%, y los hogares tuvieron una tasa de ahorro negativa, por un importe equivalente al 0,4% de la renta disponible (véase gráfico 2.7).

El déficit de las Administraciones Públicas en el ejercicio 2005 se redujo seis décimas, hasta alcanzar el 4,1% del PIB. Este dato fue ligeramente mejor de lo previsto, en parte debido al buen comportamiento de la recaudación, pues los planes de contención del gasto anunciados durante 2005 no se aplicarán efectivamente, sino de forma gradual, en los próximos años.

Las empresas, en cambio, continuaron manteniendo su capacidad de financiación en 2005, lo que reflejó cierta renuencia a ampliar de forma más decidida su capacidad productiva, pese al rápido crecimiento de los beneficios —superior al 15%—, altas cotizaciones bursátiles, bajos tipos de interés reales y finalización de los procesos de saneamiento financiero, tras varios ejercicios de reducción sustancial de su endeudamiento. Así, aunque la formación bruta de capital fijo privada creció un 6,1% en 2005, esta tasa fue inferior a la del año anterior y el grado de utilización de la capacidad productiva se elevó en abril de 2006 hasta los niveles más altos desde el año 2000.

Las necesidades de financiación de los hogares y del sector público excedieron la capacidad de financiación de las empresas, por lo que la economía estadounidense volvió a incurrir en un considerable endeudamiento externo, reflejado en un déficit por cuenta corriente en 2005 equivalente al 6,4% del PIB, siete décimas superior al del año anterior. La evolución de las importaciones de petróleo explicó más de un tercio del incremento de este saldo, aunque también aumentó el déficit exterior de otros bienes y servicios. El diferencial positivo entre la rentabi-

lidad de los activos y pasivos externos contrarrestó el efecto —negativo por primera vez desde 2001— del movimiento del tipo de cambio del dólar sobre la posición de inversión internacional de Estados Unidos, cuyo deterioro en 2005 fue, como en años anteriores, menor que el saldo de la cuenta corriente. No obstante, el ritmo de acumulación de pasivos internacionales fue aún significativo, lo cual hace improbable que estos factores atenuantes se mantengan en el futuro. La ausencia de indicios claros de convergencia del déficit exterior hacia niveles más sostenibles continuó siendo, en definitiva, un importante motivo de preocupación para el conjunto de la economía mundial.

Los precios de consumo llegaron a crecer un 4,7% interanual en septiembre, pero posteriormente se moderaron, para situarse en abril de 2006 en una tasa del 3,5%. Pese a este repunte al alza, influido por el aumento del precio de la energía, las fuertes presiones competitivas —nacionales y exteriores—, así como el mantenimiento de la moderación salarial, evitaron la aparición de efectos de segunda ronda. A este respecto, los salarios no dieron muestras de aceleraciones significativas, a pesar de que la tasa de desempleo se situó en solo el 4,7% en abril de 2006. Por su parte, las medidas subyacentes y los indicadores de las expectativas de inflación apenas se vieron alterados, permaneciendo, en general, en niveles reducidos.

La Reserva Federal continuó el proceso de gradual corrección del sesgo acomodante de la política monetaria, con la intención de retirar el estímulo a la actividad económica y de controlar el riesgo de presiones inflacionistas. Los tipos oficiales estadounidenses, medidos en términos reales, alcanzaron así, a inicios de 2006, un nivel similar a su promedio de los últimos 35 años. La estrategia de comunicación de la Reserva Federal permitió que estos aumentos fueran ampliamente anticipados, aunque, a medida que los tipos oficiales se fueron elevando, creció la especulación en los mercados financieros respecto al nivel máximo que podrían alcanzar, lo que introdujo un cierto grado de incertidumbre respecto al rumbo futuro de la política monetaria.

Pese al pronunciado aumento de los tipos de intervención y a la continuación de los déficits público y exterior, los tipos de interés a largo plazo se mantuvieron durante la mayor parte de 2005 en niveles similares a los del ejercicio anterior, en torno al 4,3%. Sin embargo, en los últimos meses de 2005 y en el primer cuatrimestre de 2006 los tipos de interés experimentaron un repunte gradual, que situó el rendimiento de la deuda pública a diez años alrededor del 5,1% en mayo de 2006. Pese a este movimiento al alza, el incremento acumulado desde enero de 2005 fue significativamente menos acusado que el observado en los tipos oficiales. En consecuencia, la curva de rendimientos por plazos experimentó un aplanamiento sustancial e inusual para la actual fase del ciclo, e incluso mostró, en algunos momentos, una pendiente negativa en varios tramos. Si bien en episodios anteriores la inversión de la curva de rendimientos ha anticipado el inicio de una recesión, otros indicadores financieros basados en el mercado bursátil o de deuda empresarial no corroborarían esta predicción en las circunstancias actuales. Ello apuntaría a que las expectativas de inflación moderada y otras explicaciones alternativas al todavía relativamente bajo nivel global de los tipos de interés a largo plazo habrían sido más importantes que una supuesta preocupación de los inversores por una ralentización del crecimiento, que no se ve corroborada en las previsiones económicas (véase recuadro 2).

Las perspectivas para 2006 apuntan al mantenimiento de un tono de vigor en la economía estadounidense. No obstante, un riesgo de primer orden sobre este escenario central procede del sector inmobiliario, cuyo enfriamiento, apreciado ya en los primeros meses de 2006, podría —en caso de intensificarse— tener un impacto relativamente acusado sobre el consumo privado. Asimismo, y a diferencia de lo ocurrido hasta ahora, un recrudescimiento de las

presiones inflacionistas, al amparo de un mercado laboral con una baja tasa de paro y una escasa capacidad productiva ociosa en las empresas, podría inducir una elevación de los tipos de interés a largo plazo más drástica que la observada hasta el momento, lo que dificultaría la reactivación de la inversión privada y podría, al mismo tiempo, realimentar la corrección en el mercado inmobiliario. Sin embargo, el principal reto que enfrenta la economía estadounidense sigue siendo la adopción de políticas que contribuyan a la reducción progresiva de su déficit exterior, mediante el fomento del ahorro privado y público, pues, según se ha expuesto anteriormente, las consecuencias de su corrección desordenada serían muy negativas tanto para la propia economía estadounidense como para el resto del mundo.

3 Asia: elevado dinamismo, superávit exterior y acumulación de reservas

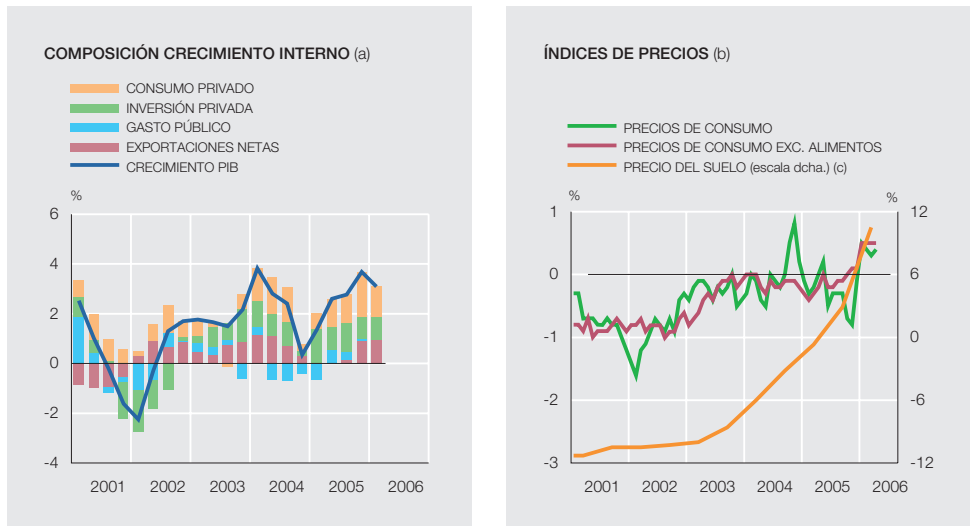
Al igual que en los años anteriores, las economías asiáticas crecieron a un fuerte ritmo en 2005, como consecuencia del vigor de China y otros países emergentes de la región —entre los que destaca la India—, reforzado además por la revitalización del crecimiento en Japón. Sin embargo, la mayoría de ellas aún enfrentan el reto de contribuir de forma más decisiva a la corrección de los desequilibrios globales. Así, la persistencia o ampliación de elevados superávits por cuenta corriente puso de manifiesto que los avances hacia una mayor flexibilización de los tipos de cambio —en el caso de China y de muchas de las economías emergentes de la zona— y en favor de un mayor crecimiento de la productividad —en Japón— fueron, en general, insuficientes.

3.1 JAPÓN: SE CONSOLIDA LA RECUPERACIÓN Y SE VISLUMBRA EL FIN DE LA DEFLACIÓN

La economía japonesa mostró un sostenido empuje a lo largo de 2005, que resultó en un crecimiento del 2,7% para el conjunto del año, cuatro décimas por encima del de 2004 (véase gráfico 2.8). Tras la desaceleración del tercer trimestre de 2005, el tono positivo de los indicadores posteriores y los datos de contabilidad nacional hasta el primer trimestre de 2006 despejaron en gran medida las dudas que aún suscitaba la capacidad de Japón para no recaer en una nueva paralización, tal y como había sucedido en diversas ocasiones en la década anterior.

Especialmente importante para cimentar este diagnóstico optimista fue el cambio observado en 2005 en la composición del crecimiento, que pasó a apoyarse claramente en la demanda interna, con una contribución aún positiva —pero de menor magnitud— de la demanda externa. Las claves de este relevo en las fuentes del crecimiento japonés estuvieron en la consolidación de la firmeza del consumo privado —que creció un 2,2% en 2005, con una notable aceleración en el tramo final del año— y en el recuperado vigor de la formación bruta de capital fijo —que creció un 3,3%, 2,4 puntos porcentuales más que en 2004—. La contribución del sector público al crecimiento del PIB fue, en cambio, muy reducida. Por otra parte, la menor contribución de la demanda externa vino explicada por la ralentización de las exportaciones, que respondió a factores temporales, entre los que cabe destacar la retracción de la demanda china en el primer trimestre de 2005.

La mayor fortaleza del sector empresarial, el crecimiento del crédito y las tendencias favorables del mercado laboral —rasgos todos ellos ausentes en episodios previos de recuperación fallida— sustentaron también el optimismo respecto a la sostenibilidad de la expansión japonesa más allá de 2005. Las empresas lograron unos beneficios sólidos, en parte por el favorable contexto exterior, pero también por los esfuerzos para eliminar los excesos de capacidad en algunos sectores y reducir el elevado nivel de endeudamiento. Estos factores contribuyeron a impulsar la inversión privada y el saneamiento de los balances bancarios. Junto con la acumulación de liquidez resultante de la política monetaria ultraexpansiva, esto favoreció la concesión de crédito bancario al sector privado, que creció por primera vez en los últimos seis años. El dinamismo del mercado laboral se reflejó en la reducción de la tasa de paro hasta el 4,1% en abril de 2006. Resultaron especialmente significativas, además, la reducción de la temporalidad, por primera vez en los últimos cuatro años, y la recuperación



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Aportaciones al crecimiento interanual del PIB.
- b. Tasa de variación interanual.
- c. Precio del suelo urbano comercial.

paulatina de los salarios, que desempeñaron un papel de especial importancia en la aceleración del consumo privado en los meses finales de 2005.

Varios indicadores apuntaron, además, a que podría aproximarse el fin de la prolongada deflación en Japón. Los precios de consumo crecieron un 0,5% interanual en enero de 2006 —la mayor tasa desde inicios de 1998— y siguieron mostrando aumentos similares en abril de dicho año. La inflación subyacente fue positiva a partir de noviembre de 2005 y alcanzó el 0,5% interanual en los cuatro primeros meses de 2006, aunque en Japón esta medida incluye los precios energéticos y, por tanto, está sesgada al alza. La evolución de la bolsa —que fue excepcionalmente positiva, con una revalorización del 55% entre diciembre de 2004 y abril de 2006— y del precio del suelo comercial en las áreas urbanas, que aumentó por primera vez desde 1992, apuntaron a que la economía japonesa habría superado en gran medida las secuelas del estallido de la burbuja de los activos reales y financieros en la década de los noventa (véase gráfico 2.8)

Las perspectivas de salida de la deflación y el mayor dinamismo económico llevaron al Banco de Japón a cambiar la instrumentación de la política monetaria y a adoptar un esquema más ortodoxo de objetivos operativos para el tipo de interés, que sustituyó a la política de metas cuantitativas para los saldos de liquidez. Pese a que, a tenor de las comunicaciones del Banco de Japón, estos cambios no supondrían una modificación inmediata en los tipos oficiales, los mercados reaccionaron anticipando una mayor probabilidad de aumentos en los tipos. Así, los rendimientos de la deuda pública a largo plazo reforzaron la leve tendencia al alza que ya habían manifestado al inicio del segundo semestre de 2005, manteniendo, no obstante, niveles aún muy reducidos y sustancialmente inferiores a los observados en otras áreas industrializadas. La consolidación de las expectativas de inflación, en el marco de la transición hacia una política monetaria con objetivos operativos de tipos de interés, y la calibración del momento preciso en el que los tipos oficiales dejen de ser iguales a cero aparecen, por tanto, como importantes retos que las autoridades deberán afrontar en 2006. En este sentido, resulta relevante que el banco central japonés haya clarificado su visión respecto a la estabilidad de precios, que quedó definida como una situación en la que las tasas anuales de crecimiento

to de los precios de consumo se sitúan entre el 0% y el 2%, a pesar de que esta definición no supuso la adopción de un objetivo explícito para la tasa de inflación.

Por lo que se refiere a la política fiscal, el déficit de las Administraciones Públicas solo se redujo moderadamente (del 6,6% al 5,8% del PIB), de modo que la reducción progresiva de la ratio de deuda pública sobre el PIB —que subió en 2005 hasta el 175%— mediante políticas que no pongan en riesgo la continuidad del crecimiento constituye otro desafío central para las autoridades económicas japonesas. La profundización en el programa de reformas —que incluye la liberalización del mercado laboral y la limitación de los vínculos accionariales entre el sector bancario y el industrial— resulta aún indispensable para aproximar las tasas de crecimiento potencial japonesas a las de otras economías desarrolladas. Este mayor crecimiento contribuiría además al cierre progresivo del superávit por cuenta corriente por la vía de una mayor demanda de importaciones, lo que facilitaría una corrección de los desequilibrios globales y una mayor estabilidad económica internacional.

3.2 CHINA: PROSIGUE LA EXPANSIÓN CON REFORMAS LIMITADAS

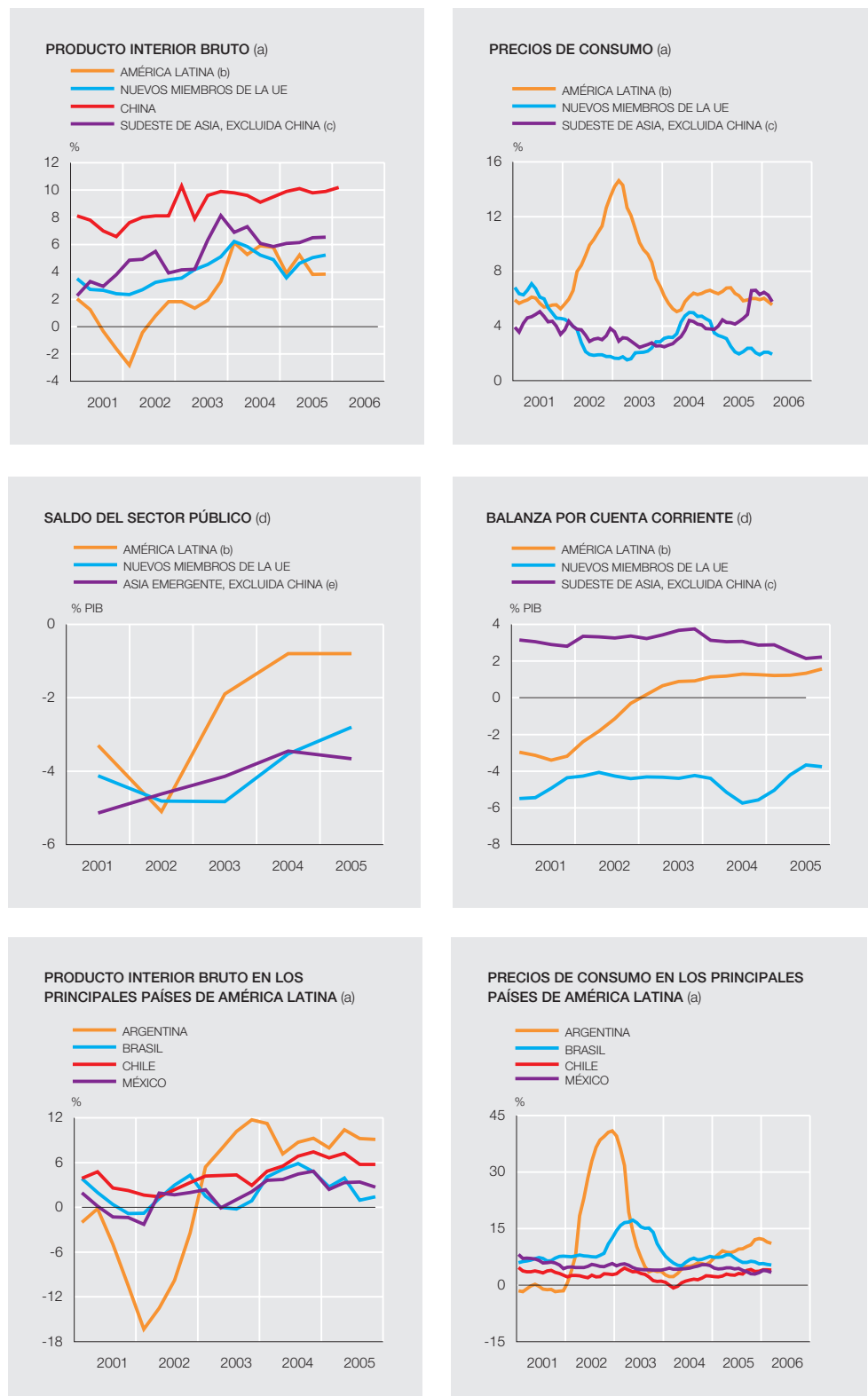
En 2005, el crecimiento del PIB de China se situó en el 9,9%, dos décimas inferior al del año anterior (véase gráfico 2.9). Este rápido ritmo de crecimiento, que se aceleró en el primer trimestre de 2006 hasta el 10,3% interanual, resaltó el riesgo de recalentamiento, que ya fue motivo de preocupación en 2004.

Las reformas metodológicas en la contabilidad nacional china supusieron, en primer lugar, una revisión del tamaño estimado de su economía, que pasó a convertirse en la cuarta mayor del mundo a tipos de cambio de mercado y se mantuvo en el segundo puesto en términos de paridad de poder de compra. Además, los datos de crecimiento anual a partir de 1993 fueron revisados al alza, lo que resultó en una elevación de medio punto en el crecimiento promedio anual, hasta el 9,9%. Esta revisión supuso también un incremento del peso de los servicios dentro de la economía china, aliviando así en parte la preocupación por su excesiva dependencia del sector industrial.

Entre los componentes de la demanda, la inversión se mantuvo como el principal dinamizador de la economía china en 2005, a juzgar por los indicadores disponibles, aunque persisten las dudas respecto a la rentabilidad real de algunos de los proyectos iniciados y la preocupación por la excesiva dependencia respecto de la formación de capital.

En cuanto a la demanda externa, destacó la persistente desaceleración de las importaciones, que pasaron a crecer un 17,6% interanual en 2005, frente al 35,8% del año anterior, provocada en parte por la progresiva sustitución de bienes producidos en el exterior por producción interna. Las exportaciones, por su parte, mantuvieron una notable firmeza, con un crecimiento del 28,5% en el promedio de 2005. Al hilo de estas tendencias, el superávit comercial se triplicó respecto a sus niveles de 2004, hasta situarse en los 102 mm de dólares en 2005, cifra equivalente al 4,6% del PIB, y el saldo positivo de la cuenta corriente se duplicó, del 3,6% del PIB en 2004 al 7,1% en 2005.

La medida en los movimientos del renminbi no contribuyó de forma apreciable a la reducción de este notable superávit, a pesar de que las autoridades chinas reformaron en julio su régimen cambiario para permitir, al menos formalmente, más flexibilidad en su cotización (véase recuadro 2.3). Sin embargo, tras una revaluación inicial respecto al dólar del 2,1%, el renminbi permaneció prácticamente fijo respecto a esta moneda, apreciándose únicamente un 1,2% adicional hasta abril de 2006. Por otra parte, las reservas internacionales del banco central continuaron creciendo a un ritmo elevado, aunque más moderado que en 2004, hasta alcanzar los 875 mm de dólares a finales de marzo de 2006, 266 mm más que en diciembre de 2004. El banco central chino se convirtió así en el primer tenedor de reservas



FUENTES: Estadísticas nacionales y FMI.

a. Tasa de variación interanual.

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

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

d. Superávit (+) o déficit (-).

e. Agregado de países según la definición del FMI (WEO).

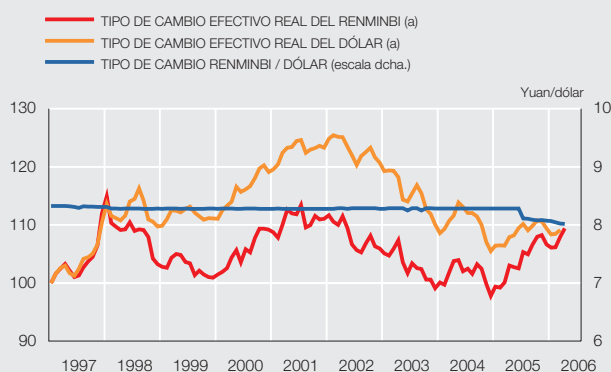
El papel cada vez más importante de la economía china en el mundo (y, en particular, su contribución al mantenimiento y a la financiación de los desequilibrios globales) se ha reflejado en una preocupación creciente de la comunidad internacional por la política cambiaria de este país. En la última década, el tipo de cambio del renminbi, aunque teóricamente flexible, ha estado estrechamente ligado al dólar y, por este motivo, tendió a depreciarse de forma significativa en términos efectivos reales entre finales de 2001 —fecha de la adhesión de China a la Organización Mundial del Comercio (OMC)— y 2004. Ya en 2005, las autoridades chinas han dado sucesivos pasos de reforma del régimen cambiario. Así, a principios del año se anunció la intención de profundizar en la convertibilidad del renminbi, y en mayo se inició el desarrollo de los mercados cambiarios para el dólar, el euro, el yen y el dólar de Hong Kong, basados en la figura de los creadores de mercado. En julio se produjo una revaluación del renminbi con respecto al dólar del 2,1% y su vinculación formal a una cesta de divisas, si bien se mantuvo la fluctuación máxima diaria del $\pm 0,3\%$ con respecto al dólar, y se reiteró el papel de las fuerzas del mercado en la determinación del tipo de cambio. A principios de agosto se dieron los primeros pasos para la creación de los mercados internos de *forward* y de *swaps* sobre el renminbi, lo que permitiría preparar a los agentes chinos para un tipo de cambio más variable mediante la gestión del riesgo de cambio. En ese mes, y de nuevo a principios de 2006, se amplió el número de agentes con capacidad de participar directamente en los mercados cambiarios y también los instrumentos negociados. Además, en enero de 2006 se estableció el mecanismo para la formación de los precios de apertura diarios, lo que supuso una mayor flexibilidad teórica del tipo de cambio, al no estar asociado a la cotización del día anterior. Como consecuencia del conjunto de reformas, se revirtió la tendencia a la depreciación del renminbi y la moneda china se apreció frente al dólar un 3,3% entre diciembre de 2004 y marzo de 2006, aunque, por la distinta composición del comercio exterior, la apreciación en términos efectivos reales en este período fue del 9%. Con una perspectiva más amplia, no obstante, en términos efectivos reales el renminbi aún acumulaba respecto a 2001 una depreciación del 3,7% (véase gráfico 1).

Gran parte de la comunidad internacional considera que el tipo de cambio efectivo real del renminbi se encuentra infravalorado, opinión sustentada en los siguientes indicios: el elevado dinamismo de la economía china, el crecimiento de sus exportaciones, su creciente superávit comercial, el incremento de su cuota en los mercados internacionales y su enorme acumulación de reservas. Sin embargo, la evidencia empírica no es concluyente sobre el valor de equilibrio del renminbi y, por tanto, acerca de la magnitud de la corrección apropiada. Como muestra una reciente publicación del FMI¹, aunque la mediana de las estimaciones del tipo de cambio efectivo real de equilibrio implica una infravaloración del 18% de la divisa china, el rango de las estimaciones es muy amplio, y sugiere que el tipo de cambio estaría desde ligeramente sobrevalorado hasta infravalorado en cerca de un 50%. Esta diversidad de resultados se debe a las dificultades intrínsecas de la estimación de tipos de cambio de equilibrio, a lo que se unen, en el caso chino, rasgos particulares, como el control de precios y de salarios.

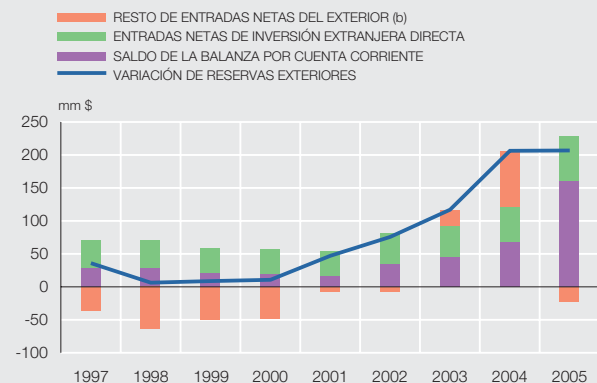
Los efectos de la política cambiaria china también inciden sobre la gestión macroeconómica interna. En sí misma, una vinculación excesivamente estrecha al dólar puede tener consecuencias negativas, al limitar la capacidad de ajuste de la economía china a perturbaciones específicas. Además, la *infravaloración* del renminbi tiene repercusiones negativas adicionales y resulta difícilmente sostenible en el tiempo. Un tipo de cambio artificialmente infravalorado favorece al sector exportador y, así, alivia algunos desequilibrios internos, como el éxodo rural, producto de la reforma del sector agrario, y las pérdidas de empleo por la reestructuración de las empresas estatales. Aunque esta estrategia ayuda a contener estas presiones a corto plazo, conviene recordar con una perspectiva de medio plazo que el tipo de cambio es un precio relativo y, por tanto, un nivel inapropiado de este distorsiona la asignación de recursos entre sectores. En particular, un renminbi infravalorado promueve el desarrollo artifi-

1. Steven Dunaway y Xiangming Li (2005), *Estimating China's «Equilibrium» Real Exchange Rate*, IMF Working Paper 05/202.

1 TIPOS DE CAMBIO



2 DETERMINANTES DE LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS



FUENTES: Banco del Pueblo de China, Reserva Federal y JP Morgan.

a. Índice enero 1997 = 100. Un aumento indica una apreciación de la divisa correspondiente.
 b. Incluye los flujos netos de inversiones de cartera, otras inversiones y los errores y omisiones.

cial del sector exportador frente a otros sectores —lo que, a su vez, genera incentivos inadecuados en el sector financiero—, infravaloración que no se puede mantener indefinidamente, entre otros motivos, por el riesgo de un aumento del proteccionismo en terceros países. Por otro lado, la *acumulación de reservas* inherente a esta estrategia también tiene importantes consecuencias internas. En primer lugar, desvía parte del ahorro interno al exterior en lugar de materializarse en un mayor consumo o inversión, o bien en la amortización de la deuda externa. Además, el incremento de los activos exteriores genera problemas en la gestión de la política monetaria, ya que deben esterilizarse, al menos parcialmente, para evitar que una excesiva liquidez y el consiguiente crecimiento del crédito se trasladen a un incremento de los precios de consumo o a burbujas en los precios de los activos o agrave, en el medio plazo, el problema de los préstamos impagados. Tampoco hay que olvidar otros costes de la acumulación de reservas, como el riesgo cambiario y de tipo de interés, a los que se enfrenta el balance del banco central. Hasta el momento, no obstante, el uso discrecional de los controles sobre los flujos de entradas y salidas de capitales y la capacidad de intervención administrativa, incluido el control de los precios, en los mercados han permitido paliar alguna de las consecuencias negativas internas de la política cambiaria china.

La política cambiaria china también está teniendo repercusiones en el plano global. La *infravaloración* del renminbi distorsiona la asignación internacional de recursos, al mermar artificialmente la competitividad de terceros países. La *acumulación de reservas*, materializada en su mayoría en activos en dólares, contribuye a reducir el coste de financiación pública y a financiar el creciente déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. Un cambio repentino de la política china de acumulación de reservas —que suponen ya en torno a una quinta parte del total mundial— podría tener cierto impacto sobre la estabilidad financiera internacional. Por todo ello, una paulatina mayor flexibilidad del renminbi no solo resultaría beneficiosa para China, sino también para el resto del mundo.

Por otra parte, la reforma cambiaria china debe insertarse cuidadosamente en la secuencia del proceso liberalizador de esta economía. A este respecto, dada la debilidad de las instituciones financieras del país, es conveniente que la reforma y el saneamiento del sistema financiero precedan a la flexibilización de los movimientos internacionales de capital, en especial de los flujos de salida a corto plazo. La introducción gradual de una mayor flexibilidad del tipo de cambio, además de aliviar los riesgos mencionados en los párrafos anteriores, iría preparando a la economía para dicha liberalización.

internacionales, al acumular en torno a un 20% del total mundial, por delante del Banco de Japón.

En este contexto, el banco central continuó con una política monetaria encaminada a la esterilización parcial de la liquidez generada por esta acumulación de reservas internacionales, política que se vio facilitada por la remisión de las presiones inflacionistas. En efecto, la variación en los precios de consumo mostró una tendencia a la baja a lo largo del año y se estabilizó en tasas muy reducidas, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 1,2% en abril de 2006. Los precios de producción también siguieron una tendencia similar, con un crecimiento interanual del 1,9% en el mismo período. Pese a esta situación favorable, la incipiente escalada de los precios de los inmuebles en el comienzo de 2005 provocó el incremento de los tipos de interés hipotecarios y el endurecimiento de las condiciones de financiación para la compra de vivienda. Asimismo, el elevado dinamismo de la actividad en el primer trimestre de 2006 propició que el banco central elevara en 27 puntos básicos el tipo de interés de referencia sobre préstamos.

El sostenimiento de tasas de crecimiento muy elevadas sin apenas indicios de ralentización mantiene el riesgo de un recalentamiento de la economía china. A este respecto, la estabilización de la expansión en niveles más sostenibles, mientras se procede con la reforma del sistema financiero, se absorben las presiones migratorias internas desde las zonas rurales a las urbanas y se obtiene un mayor equilibrio entre consumo e inversión, constituye el principal reto de la economía china. La continuidad del proceso de reformas contribuiría a facilitar esta transición; en particular, una mayor flexibilidad cambiaria, que también fomentaría una mayor contribución de China a la reabsorción ordenada de los desequilibrios globales.

Los países del resto de Asia mantuvieron en 2005 un crecimiento económico, en general, elevado, aunque en la mayoría de ellos algo inferior al del año precedente, de forma que el promedio de crecimiento del área fue superior al 6% (véase gráfico 2.9), destacando especialmente la India y Hong Kong —con expansiones del PIB del 8,3% y el 7,3%, respectivamente—. El crecimiento económico, que tendió por lo general a acelerarse ligeramente durante el segundo semestre de 2005, estuvo basado principalmente en la aportación positiva de la demanda interna, aunque la demanda externa también experimentó cierta mejora. La buena evolución de las exportaciones en la mayor parte de las economías del área fue consecuencia del continuado efecto dinamizador de la demanda procedente de China y del ciclo positivo en los bienes intensivos en tecnología de la información y las comunicaciones.

Las políticas monetarias tendieron, con alguna excepción, a endurecerse para combatir el gradual aumento de la inflación por la subida del precio del petróleo. El repunte de la inflación fue especialmente destacable en Indonesia y Tailandia, donde se observaron indicios de su extensión hacia las tasas subyacentes. Por su parte, las políticas fiscales registraron pocos cambios sustanciales, aunque en algunos casos mostraron cierta tendencia a arrojar déficits algo mayores que lo inicialmente previsto. En la India, pese al elevado endeudamiento público, el saldo fiscal se deterioró de forma apreciable tras varios años de consolidación, aunque el gobierno anunció medidas correctoras con vistas a 2007. Las balanzas por cuenta corriente de la mayor parte de las economías de la región mantuvieron a lo largo del año saldos positivos, ya que el aumento de las exportaciones permitió compensar los mayores pagos por las importaciones de energía. La continuación de políticas cambiarias orientadas a garantizar la competitividad, a través de tipos de cambio relativamente depreciados, resultó en frecuentes intervenciones de la mayor parte de los bancos centrales y en un significativo aumento del volumen de reservas oficiales. Los riesgos asociados a esta acumulación acelerada de reservas, especialmente ante las presiones inflacionistas observadas en 2005, así como la creciente dependencia de la economía china y la consiguiente exposición a una posible ralentización de esta, siguieron condicionando en cierta medida las favorables perspectivas sobre la actividad de estos países.

4 América Latina: mejora de los fundamentos, pero ausencia de reformas

Tras varios años de elevado crecimiento global, altos precios de las materias primas y condiciones financieras favorables, América Latina experimentó en 2005 un crecimiento elevado (del 4,3%), aunque más moderado que el de 2004 (5,8%), desaceleración imputable en gran medida al menor crecimiento de los dos países mayores: México y, sobre todo, Brasil (véase gráfico 2.9). La pujanza de los mercados laborales en todas las economías de la región —con notables ritmos de creación de empleo, más acusados en el sector formal, y reducciones en la tasa de paro—, así como la mayor disponibilidad de crédito al sector privado —que creció un 13% en términos reales en 2005—, contribuyó a estimular el consumo y la inversión, de tal modo que la demanda interna mantuvo su fortaleza. Por otro lado, la demanda externa amplió su contribución negativa al crecimiento, pese al notable aumento de las exportaciones en 2005, que fue del 21% en valor y del 10% en volumen.

La evolución de los precios de importaciones y exportaciones permitió, sin embargo, que la balanza comercial se mantuviera estable y la balanza por cuenta corriente registrara un superávit equivalente al 1,7% del PIB, algo superior al del año anterior. La progresiva ampliación del superávit por transferencias —relacionada con el crecimiento de las remesas de emigrantes— se vio compensada parcialmente por un creciente déficit en la balanza de rentas. En este contexto, se estima que el tipo de cambio medio del área se apreció un 12,8% en términos efectivos reales entre diciembre de 2004 y abril de 2006, pese a la intensa acumulación de reservas por parte de los bancos centrales de la región.

La inflación agregada del área, tras repuntar en el primer semestre de 2005, finalizó el año en el 5,9% interanual, por debajo de la registrada en 2004. Las tasas de inflación tendieron a

moderarse en la segunda parte del ejercicio, y allí donde aumentaron lo hicieron desde niveles reducidos, con la excepción de Argentina, cuya tasa de inflación alcanzó los dos dígitos. Además, todos los bancos centrales con objetivos directos de inflación cumplieron las metas prefijadas, lo que supuso un hito importante en el proceso de consolidación de su credibilidad.

Las finanzas públicas reafirmaron las tendencias positivas ya observadas en años anteriores, lo que se reflejó en un superávit primario de la región del 3,4% del PIB en 2005, mientras que el déficit público se situó en torno al 1%, algo más elevado que el año anterior, debido al incremento de los pagos por intereses en algunos países, como Brasil. La persistencia de este ajuste fiscal, una vez superados los problemas financieros y encauzada la recuperación, podría proporcionar un mayor margen para utilizar las propiedades estabilizadoras de la política fiscal, en contraste con lo que ha venido siendo tradicional en América Latina (véase recuadro 2.4).

Además de por el mantenimiento de la disciplina fiscal, el año 2005 se caracterizó por la consolidación del proceso de reducción de la vulnerabilidad financiera, a lo que contribuyeron las políticas activas de gestión de la deuda, destinadas a reducir la exposición al tipo de cambio del aún elevado endeudamiento público. Además, la actitud activa de los gobiernos impulsó un importante desarrollo de los mercados locales de deuda, con un notable aumento de la participación de inversores extranjeros. Gracias, entre otros factores, a este desarrollo, la deuda externa como proporción sobre el PIB se redujo en ocho puntos porcentuales, hasta situarse en el 25% a finales de 2005. En consonancia con estos esfuerzos de las autoridades, los mercados financieros de América Latina tuvieron un comportamiento mejor incluso que los de otras zonas emergentes, que se tradujo en importantes revalorizaciones de las bolsas y en una reducción persistente de los diferenciales soberanos. En cambio, durante 2005 se asistió a un estancamiento de los procesos de reformas económicas —que ya en los últimos años habían ido perdiendo impulso—, coincidiendo con el inicio de un intenso ciclo electoral en muchos países. A este respecto, el favorable contexto exterior alimentó de forma quizá excesiva la confianza en las bases del crecimiento regional, lo que resultó en una menor urgencia por acometer reformas destinadas a su fortalecimiento.

En Brasil, la actividad sufrió una importante ralentización, que se reflejó en un crecimiento del 2,3% en 2005, menos de la mitad que el año precedente, consecuencia del endurecimiento de la política monetaria en la primera parte del año y del impacto sobre la confianza de los agentes del deterioro del clima político, que afectaron de forma acusada a la inversión, mientras el consumo —apoyado en un fuerte ritmo de creación de empleo— y el sector exterior mantuvieron un mayor empuje. Persistió un amplio superávit por cuenta corriente —1,8% del PIB— y se consolidó la disciplina fiscal, con un superávit primario de 4,8 puntos del PIB, que superó la meta anual del Gobierno. Ya en el segundo semestre, la positiva evolución de la inflación —que en abril de 2006 fue del 4,6% interanual— permitió la reducción del tipo de interés oficial en 375 puntos básicos entre septiembre de 2005 y abril de 2006, hasta situarlo en el 15,75%. Las autoridades brasileñas pusieron particular empeño en mitigar la vulnerabilidad de la deuda pública, aprovechando las buenas condiciones de financiación para reducir la proporción de deuda vinculada al tipo de cambio y también la deuda externa, en este último caso mediante la cancelación por anticipado del endeudamiento con el FMI, de la deuda con el Club de París y de los bonos Brady remanentes. Sin embargo, la ya comentada debilidad de la administración también supuso la paralización del proceso de reformas, cuyo avance en los últimos años había sido destacable.

En México, el crecimiento durante 2005 fue del 3%, 1,2 puntos porcentuales por debajo del alcanzado en 2004, si bien desde el segundo semestre pareció percibirse una cierta reactivación de la economía. Aunque la demanda interna se consolidó, el sector exterior amplió su

La política fiscal puede desempeñar un importante papel estabilizador mediante una actuación anticíclica, consistente en adoptar un tono expansivo en las fases bajistas del ciclo y restrictivo en las fases de auge. Sin embargo, la evidencia empírica ha mostrado que el tono de la política fiscal ha sido tradicionalmente procíclico en numerosos países emergentes, en particular en América Latina, si bien allí la reciente fase alcista ha venido caracterizada por un incremento continuado de los superávits fiscales primarios y por una mayor disciplina fiscal. Estos indicios de cambio, si se confirmaran, mejorarían las perspectivas de mantener un crecimiento sostenido, pues el comportamiento procíclico de la política fiscal introduce una fuente adicional de volatilidad en países donde esta es ya de por sí muy elevada, lo que tiene unas consecuencias negativas sobre la inversión y la actividad en el largo plazo.

El comportamiento procíclico de la política fiscal en América Latina queda reflejado en el gráfico 1, que recoge las estimaciones de los cambios en el superávit primario estructural y en la brecha de producción —que aproxima la posición cíclica— para las siete principales economías del área durante el período 1981-2004¹. El saldo primario estructural constituye uno de los indicadores más comunes del tono de la política fiscal. Un incremento de este saldo indica que la política fiscal adopta un tono contractivo, y viceversa. La correlación negativa que se observa entre ambas variables sugiere que las políticas fiscales expansivas (contractivas) tienden a coincidir con la fase alcista (bajista) del ciclo.

Se han ofrecido diversas explicaciones para esta sistemática relación negativa entre saldo primario estructural y ciclo en América Latina, relativas, por ejemplo, a la satisfacción de grupos de interés o al ciclo político, en entornos institucionales débiles. Una hipótesis alternativa se fundamenta en la vulnerabilidad y fragilidad estructural de las finanzas públicas de estos países. Debido a la escasez de ahorro interno y a la estrechez y escaso desarrollo de los mercados financieros nacionales, existe una elevada dependencia de las fuentes de financiación externa. A esta dependencia se une el hecho de que la evolución de la carga financiera y de la deuda pública, en términos de servicio,

1. Véase E. Alberola y J. M. Montero (2006), *Debt sustainability and procyclical fiscal policies in Latin America*, Documento de Trabajo, Banco de España.

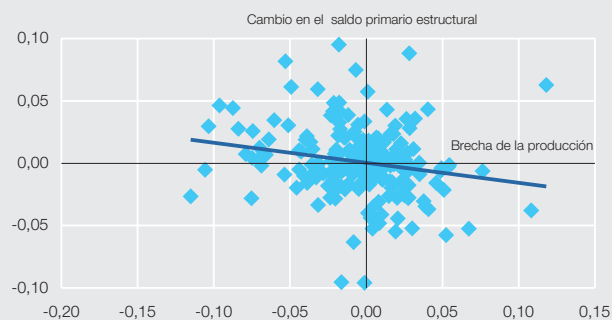
plazo, composición y denominación, es muy sensible a las condiciones financieras vigentes en cada momento. En estas circunstancias, el deterioro de las condiciones financieras y, en particular, los episodios de fuerte inestabilidad obligan a un ajuste en paralelo de la actividad y de la política fiscal. El ajuste de la actividad se origina a través de una reducción de la capacidad de financiar desequilibrios externos, lo que induce una corrección brusca de la balanza por cuenta corriente a través, normalmente, de una contracción de la demanda interna y, por ende, de la actividad económica. En este contexto, en el que se requeriría precisamente la instrumentación de una política fiscal expansiva, esta se ve dificultada por los mayores problemas de acceso a la financiación externa, que tiende a retraerse en esa situación. A este retraimiento contribuyen las dudas en los agentes respecto a la sostenibilidad de la deuda pública, que obligan a las autoridades a restringir el tono de la política fiscal y, por tanto, a adoptar un carácter procíclico, que realimenta la recesión.

Esta explicación sugiere que el deterioro de la percepción de sostenibilidad de las finanzas públicas, que induce un encarecimiento de los costes financieros e incluso la interrupción de la financiación externa, puede ser fundamental para explicar el comportamiento de la política fiscal. Para verificar esta hipótesis empíricamente, se elige como indicador de la percepción de sostenibilidad el saldo primario que en cada momento del tiempo estabilizaría la ratio de deuda pública sobre el PIB² —que puede ser denominado «saldo primario umbral»—. Este indicador permite evaluar conjuntamente las condiciones objetivas de vulnerabilidad con la percepción de los agentes, reflejadas ambas en el coste de financiación exigido en cada momento del tiempo. Saldos primarios por encima (por debajo) de este umbral implicarían que la ratio de deuda se encuentra en una senda sostenible (insostenible).

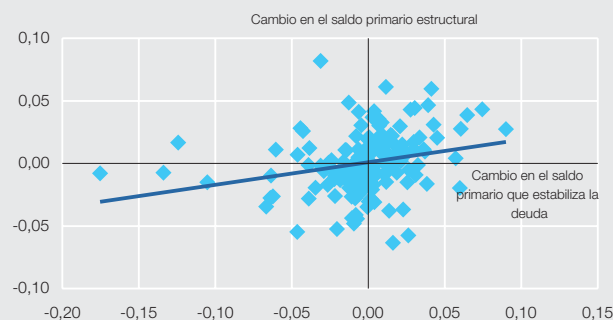
El gráfico 2 recoge las estimaciones de los cambios en el superávit primario estructural y en el superávit primario que estabiliza la ratio

2. Este indicador se basa en la ecuación de la dinámica de la deuda pública, que establece que el incremento de la ratio de deuda sobre producto depende, positivamente, de la diferencia entre el coste real de financiación de la deuda pública y la tasa de crecimiento real, así como de la ratio de deuda pública existente, y, negativamente, del superávit primario efectivamente registrado.

1 RELACIÓN ENTRE EL CAMBIO EN EL SALDO PRIMARIO ESTRUCTURAL Y LA BRECHA DE PRODUCCIÓN



2 RELACIÓN ENTRE EL CAMBIO EN EL SALDO PRIMARIO ESTRUCTURAL Y EL CAMBIO EN EL SALDO PRIMARIO QUE ESTABILIZA LA DEUDA



FUENTE: Alberola y Montero (2006).

de deuda, de nuevo para las siete principales economías del área en el mismo período. Una correlación positiva entre ambas variables implicaría que cuando se produce un deterioro en la percepción de la sostenibilidad fiscal, medido a través de un incremento del superávit primario umbral, la política fiscal tiende a adoptar un tono más restrictivo. Como se puede observar, existe una relación positiva entre ambas variables, que también es estadísticamente significativa. Es decir, se demuestra que, cuanto mayor es el superávit necesario para estabilizar la deuda en el futuro, mayor es el ajuste fiscal realizado por las autoridades. La veracidad de la hipótesis puede confirmarse explorando la importancia de la posición inicial de sostenibilidad fiscal. Los resultados muestran que, cuanto mayor es la distancia entre el saldo primario observado y el saldo primario umbral que estabiliza la deuda, mayor es el ajuste fiscal que se observa posteriormente. Es decir, la reacción de la política fiscal al deterioro de las condiciones de sostenibilidad no solo depende de los cambios en la percepción, capturados mediante el cambio en el superávit primario umbral, sino de la existencia de un problema de sostenibilidad y de su magnitud, medidas ambas a través de la diferencia entre el saldo primario umbral y el observado. Como se sugiere más arriba, si la posición estructural de las finanzas públicas no fuese preocupante, entonces no habría razón para

restringir el tono de la política fiscal cuando las condiciones financieras y el ciclo se deterioran, en cuyo caso se esperaría que desempeñase un papel estabilizador.

Esta evidencia respalda de un modo robusto la hipótesis de que el tono procíclico de la política fiscal en América Latina está determinado por la vulnerabilidad financiera de las cuentas públicas. No obstante, en los últimos años se ha conjugado una etapa de elevado crecimiento económico y estabilidad financiera con una mayor disciplina fiscal, traducida en unos elevados superávits primarios, y con cambios sustanciales en la composición de la deuda pública, que han reducido su sensibilidad a las fluctuaciones en las variables financieras, en particular al tipo de cambio. Esta mejoría estructural de las finanzas públicas está permitiendo mitigar la percepción de insostenibilidad fiscal. Sin embargo, la experiencia reciente demuestra —y los resultados descritos lo subrayan— que la percepción de vulnerabilidad también es muy cambiante, sobre todo en un contexto de deterioro de las condiciones económicas y financieras, por lo que la perseverancia con este tipo de políticas en la favorable coyuntura actual es crucial para que la política fiscal en América Latina pueda cumplir efectivamente su esperado papel estabilizador en este y los próximos ciclos económicos.

contribución negativa, a pesar de lo cual la balanza comercial redujo su posición deficitaria gracias a los altos precios del petróleo, que, junto con la ampliación del superávit de la balanza de transferencias —que incluyen las remesas—, explicaron la reducción del déficit de la balanza por cuenta corriente hasta el 0,7% del PIB, el menor desde 1995. La inflación, por su parte, se redujo de forma gradual a lo largo del año, hasta el 3,2% en abril de 2006, mientras que la tasa subyacente se situó en el 3,2%. Ello dio margen al banco central para comenzar a reducir los tipos de interés a partir de agosto, utilizando como instrumento preferente la tasa de fondeo bancario, en vez del llamado «corto» —que mide la magnitud del drenaje de liquidez de los bancos por parte del banco central—, como venía siendo habitual. El saldo fiscal se aproximó al equilibrio presupuestario, sobre todo como consecuencia del menor pago de intereses. En el último año de la actual presidencia, los avances en el campo de las reformas se limitaron a una nueva ley de valores y a otra de responsabilidad fiscal.

Argentina logró mantener en 2005 un elevado crecimiento (del 9,2%), ligeramente superior al de años anteriores, gracias al impulso de la demanda interna y del sector exterior. Este buen comportamiento vino acompañado de un holgado excedente de la balanza por cuenta corriente —equivalente al 2% del PIB— y un superávit primario elevado del gobierno central —del 3,7% del PIB—, aunque ambos fueron ligeramente menores que los observados en 2004. En contraste con estos buenos resultados, la inflación experimentó un fuerte incremento, hasta alcanzar el 12,3% interanual en el cierre de 2005, el doble de la vigente un año antes. Entre los diversos factores que contribuyeron a esta aceleración —que se ha convertido en el principal elemento de riesgo en el panorama macroeconómico—, cabe destacar la estrategia de la administración de mantener una divisa depreciada, que limitó el margen de maniobra del banco central para el aumento de los tipos de interés e indujo una fuerte acumulación de reservas, que solo se esterilizó parcialmente. Los tipos reales siguieron siendo negativos y las principales medidas antiinflacionistas fueron de corte administrativo. La cancelación del crédi-

to con el FMI en diciembre de 2005 permitió a las políticas económicas desvincularse de la condicionalidad asociada a los programas de esta institución.

Si bien la actual fase expansiva ha resultado en un notable fortalecimiento de las economías latinoamericanas –por su holgada posición exterior y la reducción de los riesgos asociados al elevado endeudamiento–, persiste un fondo de vulnerabilidad, de tal modo que una reversión de las tendencias internacionales favorables podría amenazar la continuidad del crecimiento. Esta posibilidad es especialmente relevante en los países que adoptaron en los últimos años políticas poco favorables a la inversión. Con carácter más general, cabe subrayar que los buenos resultados económicos contrastan con el estancamiento de las reformas estructurales, que incluso han experimentado en algunos casos retrocesos asociados a la adopción de políticas económicas crecientemente intervencionistas. En algún episodio reciente, dichas políticas habrían amenazado gravemente la estabilidad jurídica. La reactivación de las reformas y el mantenimiento de un clima de seguridad jurídica favorable a la inversión resultan, sin embargo, imprescindibles para conseguir unos ritmos de crecimiento sostenido más elevados, que permitan, a su vez, reducir las desigualdades sociales y la pobreza.

5 Los países europeos no pertenecientes al área del euro: trayectorias desiguales

La economía del Reino Unido sufrió una acusada desaceleración del crecimiento en 2005, que pasó al 1,8%, desde el 3,1% alcanzado el año anterior. Esta desaceleración estuvo asociada a la menor pulsación de la demanda interna y, en particular, a la atonía del consumo privado, imputable en parte a la ralentización del ritmo de aumento del precio de los inmuebles, que fue notablemente más acusada en el Reino Unido que en otros países industrializados. Así, los índices de precios de la vivienda, que en 2004 habían aumentado por encima del 15% en términos interanuales, alcanzaron durante el verano tasas inferiores al 3% y, tras un ligero repunte, concluyeron el primer trimestre de 2006 en torno al 6%. La inversión también se desaceleró significativamente, en parte como consecuencia del estrechamiento de márgenes empresariales por el mayor coste del petróleo y otros productos energéticos. Los salarios tuvieron un comportamiento moderado en un mercado laboral que se mantuvo muy dinámico, situándose la tasa de paro por debajo del 5% durante la mayor parte del año, aunque este umbral fue superado hacia finales del año 2005. Los primeros indicadores de abril apuntaron a una revitalización incipiente en el ritmo de la actividad económica.

La inflación evolucionó de forma favorable, una vez descontado el impacto de la subida de los precios energéticos. El índice de precios de consumo creció un 2% interanual en abril de 2006, situándose así en el punto medio del intervalo que define el objetivo de inflación del Banco de Inglaterra. Junto con la debilidad del crecimiento, el aspecto más preocupante de la situación económica fue el déficit del sector público, que alcanzó el 3,6% en el conjunto de 2005, situación que, al venir precedida de un incumplimiento similar en el año 2004, llevó al Consejo Europeo a dictaminar la existencia de un déficit excesivo, de acuerdo con los criterios establecidos en el Tratado de la Unión Europea. Sin embargo, los presupuestos presentados por el Gobierno para 2006-2007 no despejaron completamente la posibilidad de un incumplimiento de los objetivos fijados para el gasto público y el déficit.

Los diez nuevos países miembros de la UE mantuvieron un notable crecimiento del PIB en 2005, superior, en general, al del año anterior. Sin embargo, debido a la desaceleración en el mayor de ellos —Polonia—, el crecimiento regional en 2005 fue algo inferior al de 2004 (4,6%, frente al 5,3%) (véase gráfico 2.9). Este crecimiento se fundamentó, en la mayor parte de los casos, en la mejoría de la demanda interna y en el buen comportamiento de las exportaciones. Tanto el consumo privado como la inversión se vieron beneficiados por el aumento de la renta disponible y por el fuerte crecimiento del crédito al sector privado.

Las tasas de inflación se moderaron con respecto a 2004. La favorable evolución de los precios de los alimentos y la apreciación de las monedas del área ayudaron a contener las presiones inflacionistas, lo que permitió reducir los tipos de interés oficiales durante 2005 y los primeros meses de 2006 —con las excepciones de la República Checa y de Eslovaquia—. Por otra parte, debido al fuerte crecimiento del crédito al sector privado, algunos países optaron por incrementar los coeficientes de reservas mínimas.

En cuanto a la política fiscal, se cumplieron, en general, los objetivos fijados en los Programas de Convergencia. No obstante, en varios casos aumentó el déficit del sector público, lo que, dadas unas tasas de crecimiento relativamente elevadas, reflejó la aplicación de políticas fiscales procíclicas, que no contribuyeron a los objetivos de consolidación fiscal.

El déficit por cuenta corriente agregado se redujo desde el 5,3% del PIB en 2004 hasta el 3,9% en 2005, pero ello se debió, en gran medida, al impacto de Polonia, en tanto que siete de los diez nuevos estados miembros mantuvieron déficits superiores al 5% del PIB. La financiación de estos déficits provino, en buena medida, de las entradas de capital en forma de inversión directa extranjera, que se incrementaron ligeramente en 2005, pasando del 3,9% al 4,2% del PIB. Sin embargo, en algunas economías ganaron importancia las inversiones de cartera y los préstamos del exterior, lo que originó un aumento de los niveles de endeudamiento, que resultó ser especialmente intenso en algunos países bálticos.

Al igual que en otras áreas con mercados emergentes, la evolución de los mercados financieros fue, en general, muy favorable en 2005, con una reducción casi continua de los diferenciales soberanos respecto a los tipos a largo plazo del área del euro y fuertes ganancias en las bolsas. Este comportamiento positivo es imputable, además de al mayor apetito por el riesgo en los mercados internacionales, a las reducciones en los tipos oficiales de estos países y al impacto favorable del marco institucional de la UE. No obstante, esta situación favorable se vio empañada circunstancialmente por episodios aislados de cierta turbulencia, fundamentalmente relacionados con la incertidumbre en el terreno fiscal —como en el caso de Hungría—.

En mayo de 2005 se incorporaron al Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC-II) las monedas de Chipre, Letonia y Malta, y en noviembre lo hizo la corona eslovaca, uniéndose de esta manera a las de Dinamarca, Estonia, Lituania y Eslovenia. Todas ellas mantuvieron unas bandas de fluctuación estándar del $\pm 15\%$, si bien Letonia adoptó como compromiso unilateral una banda del $\pm 1\%$ y Malta, también unilateralmente, fijó el tipo de cambio en la paridad central. Los tipos de cambio de las monedas pertenecientes al MTC-II se mantuvieron, en general, estables en torno a sus paridades centrales, con cierta apreciación de las de Chipre, Letonia y Eslovaquia. El resto tuvo una evolución dispar: el zloty polaco y la corona checa se apreciaron frente al euro alrededor de un 3,5% y un 6,5%, respectivamente, entre diciembre de 2004 y abril de 2006, mientras que el florín húngaro se depreció un 6% en el mismo período.

En los próximos años, los nuevos miembros de la Unión Europea tendrán como desafío seguir avanzando en los procesos de convergencia real y nominal, así como completar las condiciones para la adopción del euro. Durante dichos procesos, será necesario atender a los desequilibrios que han aflorado —y, en particular, afrontar la corrección de los déficits exteriores, mantener bajo control el crecimiento del crédito y asegurar la estabilidad de precios—, mediante la adopción de políticas prudentes y orientadas hacia la estabilidad macroeconómica, entre las que destacaría especialmente la consolidación fiscal.

En cuanto a los países candidatos a la Unión Europea, Bulgaria y Rumania firmaron sus tratados de adhesión, que contemplan su incorporación en 2007. Por otra parte, se iniciaron las

negociaciones de adhesión con Croacia y Turquía, y Macedonia recibió la condición de candidato a la UE. Todos ellos lograron un crecimiento importante del PIB en 2005, superior al 3,5%, y —con la excepción de Macedonia— mostraron elevados déficits por cuenta corriente, por encima del 6% del PIB. En el caso de Turquía, la evolución positiva de su economía se apoyó, en parte, en el elevado grado de cumplimiento del programa en vigor con el FMI.

En Rusia, el PIB siguió creciendo de forma notable en 2005, con una variación del 6,4%, solo ligeramente inferior al 7,2% del año previo. Resultó destacable la contribución positiva tanto de la demanda interna como de la demanda externa, gracias a la evolución favorable del precio del crudo. Los elevados ingresos por exportación de petróleo ampliaron el cuantioso excedente por cuenta corriente, que pasó del 9,9% del PIB en 2004 al 11,3% en 2005, y también el superávit público, que pasó del 4,4% al 8,6%. El tipo de cambio se apreció un 9% frente al euro entre diciembre de 2004 y abril de 2006, pese al intenso ritmo de acumulación de reservas. Las dificultades para esterilizar este fuerte incremento de reservas en una situación de dinamismo económico explican, en parte, el aumento de la tasa de inflación, hasta el 10,9% interanual en diciembre de 2005, nueve décimas por encima del rango superior de la banda objetivo establecida por la autoridad monetaria.

3 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

1 Las condiciones económicas en el área del euro

En 2005, se ralentizó el proceso de recuperación económica en el área del euro, iniciado a mediados de 2003, con un crecimiento del PIB del 1,4%, cuatro décimas por debajo del registrado en 2004. En el transcurso del año, sin embargo, el crecimiento mostró un perfil ligeramente ascendente, de forma que finalizó el ejercicio con un aumento interanual del 1,8% en el cuarto trimestre, superior al 1,2% observado en el primer semestre del año.

La debilidad del crecimiento en 2005, que pone de relieve el menor vigor de la actual fase de recuperación en comparación con ciclos anteriores, estuvo motivada por el impacto del encarecimiento del petróleo, la reducción del ritmo de avance de la demanda exterior y la endeblez de la confianza de los consumidores. No obstante, más allá de los elementos coyunturales, el escaso dinamismo económico del área apunta a otros factores de naturaleza estructural que pueden estar limitando la capacidad de crecimiento potencial del área. La relevancia de estos factores se ve reforzada si se tiene en cuenta el tono acomodaticio que mantuvo la política monetaria, reflejado en la permanencia de los tipos de interés a corto y a largo plazo en unos niveles históricamente bajos, tanto en términos nominales como reales.

La inflación de la UEM se situó en 2005 en el 2,2%, superando, de nuevo, la referencia que a medio plazo se considera compatible con la estabilidad de precios, pese al escaso pulso de la demanda y la insuficiente utilización de la capacidad disponible. En realidad, el avance del IAPC reflejó, principalmente, la continua escalada del precio del petróleo, si bien esta alza no parece haberse transmitido ni a los costes laborales unitarios ni a los precios finales de otros bienes, tal como señala el reducido crecimiento de la inflación subyacente (1,5%). De hecho, el grado de moderación salarial que ha seguido observándose en el área en 2005 —con un crecimiento del salario real por debajo del de la productividad por empleado— ha permitido limitar los efectos inflacionistas derivados del encarecimiento de la energía y de la depreciación experimentada por el euro en el conjunto del año.

En el ámbito de las políticas económicas, el año 2005 supuso novedades institucionales importantes que emanaron del Consejo Europeo de marzo de dicho año. Por un lado, se aprobó una reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento con el objetivo de aumentar los incentivos para lograr un comportamiento más disciplinado en la fase alta del ciclo e introducir una mayor flexibilidad en las etapas de desaceleración. Por otro lado, se decidió dar un nuevo impulso a la estrategia de Lisboa, dando prioridad a las medidas con mayor impacto sobre el crecimiento de la actividad y del empleo y delimitando de manera más precisa el reparto de responsabilidades entre los niveles comunitario y nacional. Con estas medidas se pretende contribuir al fortalecimiento de los mecanismos de disciplina fiscal, que requiere el adecuado funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria, y avivar el ritmo de adopción de las reformas estructurales, necesarias para dinamizar la actividad de manera sostenida. Si bien estos avances suponen un punto de partida razonable para el fortalecimiento de la economía, su eficacia estará condicionada por el grado de determinación que muestren las autoridades nacionales a la hora de llevar a la práctica los acuerdos alcanzados y cumplir los objetivos señalados.

Las perspectivas para 2006 apuntan a una continuación del proceso de recuperación económica, sobre la base del mantenimiento de un crecimiento relativamente alto del comercio mundial y de la traslación más decidida del impulso externo a la demanda interna y al empleo. Este ciclo de expansión económica configura un contexto propicio, que no debería ser des-

aprovechado, tanto para intensificar los esfuerzos de corrección de los desequilibrios fiscales como para poner en marcha el abanico de reformas estructurales necesarias.

1.1 LA ACTIVIDAD Y EL EMPLEO

En relación con el año anterior, el menor ritmo de avance del PIB en 2005 obedeció a la reducción de las aportaciones del saldo neto exterior y de la variación de existencias, mientras que la demanda interna aumentó su contribución en dos décimas (véase el cuadro 3.1). El mayor protagonismo del gasto doméstico se debió al dinamismo de la formación bruta de capital fijo, especialmente en bienes de equipo, mientras que el consumo de las familias se expandió a la misma tasa que el año anterior (1,4%). El crecimiento del consumo privado fue ligeramente superior al de la renta disponible, la cual experimentó una pequeña desaceleración en términos reales. Ello se tradujo en un retroceso de la tasa de ahorro, como consecuencia del impulso que ejerció sobre el gasto de las familias el aumento de la riqueza de los hogares, estimulada por la favorable evolución de las cotizaciones bursátiles a lo largo del año y, también, por el significativo dinamismo mostrado por los precios de la vivienda —aunque en distinto grado según el país—. Este efecto riqueza compensó sobradamente el impacto alcista sobre el ahorro del bajo nivel de confianza de los consumidores (véase el gráfico 3.1).

La aceleración experimentada por la formación bruta de capital fijo a partir del segundo trimestre de 2005 situó su ritmo de crecimiento medio anual en el 2,5%, superando así las tasas registradas en los cuatro años anteriores. La inversión agregada se vio impulsada por las compras de bienes de equipo y la formación bruta de capital fijo en construcción, mientras que el resto de la inversión sufrió una ligera desaceleración. Si se atiende a la distribución por agentes, la aceleración de los gastos de capital en 2005 obedeció a la mayor contribución de la inversión pública y de la inversión privada no residencial, que compensaron el menor dinamismo de la inversión privada residencial (véase el gráfico 3.1). Así, la mejora gradual de las expectativas de demanda junto con la favorable evolución de los recursos internos de las empresas no financieras y el bajo coste real de la financiación ajena alentaron la inversión productiva privada. De esta forma, los bajos tipos de interés, los reducidos diferenciales de los bonos corporativos y la favorable evolución de las cotizaciones bursátiles incentivaron la financiación de las sociedades no financieras tanto mediante préstamos bancarios como a través de la emisión de instrumentos negociables. Asimismo, el progresivo crecimiento del crédito empresarial sugiere la culminación del proceso de saneamiento de balances que había venido lastrando la adquisición de bienes de capital en los últimos años. Por su parte, la desaceleración de la inversión residencial de las familias obedeció al menor dinamismo de la renta disponible, si bien las tasas de variación de esta variable en los distintos Estados miembros mantienen niveles muy heterogéneos. De otro lado, la recuperación de la inversión pública se enmarca dentro de la elevada volatilidad que presenta este componente de la demanda en los últimos años, muy sensible a la aplicación y eliminación de medidas temporales adoptadas en algunos países para cumplir sus compromisos presupuestarios.

El sector exterior detrajo al crecimiento del PIB 0,2 pp en 2005, ya que el ritmo de avance de las importaciones de bienes y servicios superó al de las exportaciones (véase el gráfico 3.1). Estas últimas crecieron algo por debajo del aumento de los mercados de exportación, de manera que la cuota de exportación de la UEM en los mercados internacionales se redujo levemente. Ello obedece, en parte, al efecto, prácticamente nulo, de la competitividad sobre el crecimiento de las exportaciones, ya que los efectos retardados en la primera parte del año de la apreciación pasada contrarrestaron el estímulo generado sobre las ventas al exterior de la depreciación experimentada a lo largo de 2005 (véase recuadro 3.1). De otro lado, el encarecimiento relativo de las importaciones y la desaceleración de la demanda final restaron dinamismo a las compras en el extranjero de bienes y servicios, aunque, de nuevo, la penetración de las importaciones —esto es, su porcentaje en términos de PIB— ha superado el registro

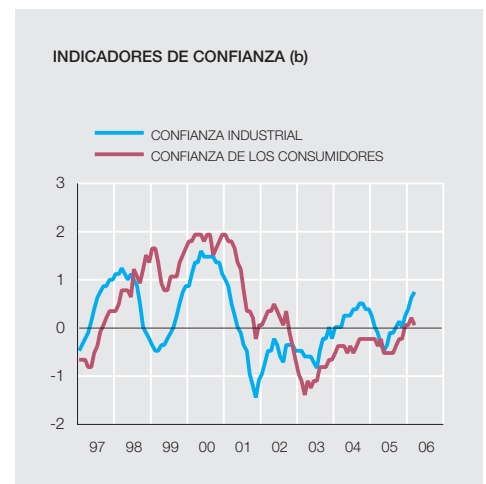
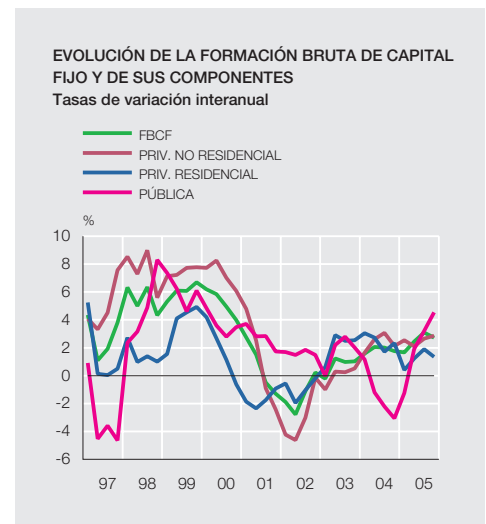
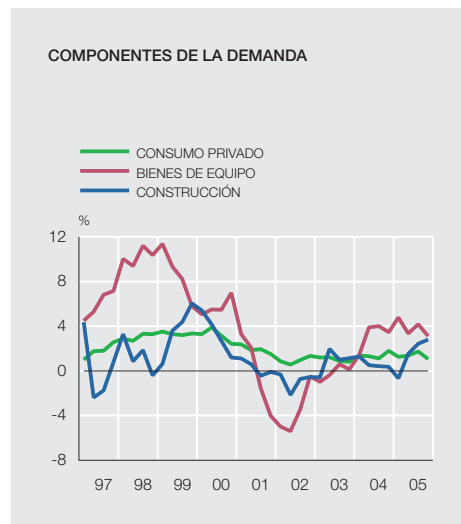
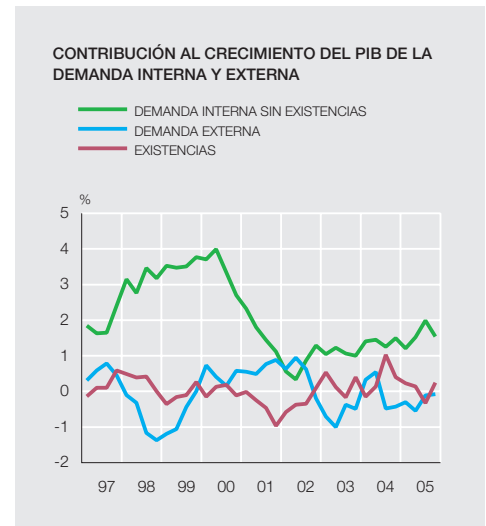
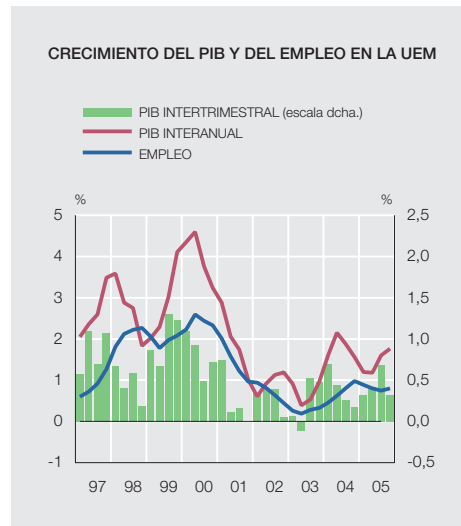
	2003	2004	2005	2005			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
DEMANDA Y PRODUCTO							
Producto interior bruto	0,7	1,8	1,4	0,3	0,4	0,7	0,3
<i>Consumo privado</i>	1,0	1,4	1,4	0,1	0,3	0,5	0,1
<i>Consumo público</i>	1,7	1,1	1,4	0,2	0,7	0,9	0,0
<i>Formación bruta de capital fijo</i>	0,8	1,9	2,5	0,2	1,2	1,0	0,3
<i>Exportaciones</i>	1,1	5,9	4,1	-0,2	1,6	2,7	0,7
<i>Demanda final</i>	1,3	2,9	2,3	-0,1	0,9	1,3	0,6
<i>Importaciones</i>	3,0	6,2	4,9	-1,2	2,1	2,9	1,3
Contribuciones al crecimiento del PIB (b)							
<i>Demanda interna</i>	1,1	1,4	1,6	0,2	0,6	0,7	0,1
<i>Variación de existencias</i>	0,2	0,4	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,4
<i>Demanda externa</i>	-0,6	0,0	-0,3	0,4	-0,2	0,0	-0,2
PRECIOS Y COSTES (c)							
Precios de consumo (media anual)	2,1	2,1	2,2	2,0	2,0	2,3	2,3
Deflactor de la demanda final	1,0	1,8	2,2	2,3	2,0	2,2	2,5
Deflactor del PIB	2,0	1,9	1,7	1,8	1,6	1,6	1,9
Costes laborales unitarios	1,7	1,0	1,4	1,5	1,5	1,3	1,2
Remuneración por asalariado	2,1	2,0	2,0	1,8	1,9	2,1	2,1
Productividad del trabajo	0,4	1,1	0,6	0,3	0,4	0,8	1,0
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)							
Gastos totales	48,2	47,5	47,6				
<i>Gastos corrientes</i>	43,8	43,4	43,4				
— Gastos por intereses	3,3	3,1	3,0				
<i>Inversión pública</i>	2,5	2,4	2,5				
Ingresos totales	45,1	44,7	45,2				
Déficit (-)/superávit (+) primario	0,3	0,3	0,6				
Déficit (-)/superávit (+)	-3,1	-2,8	-2,4				
MERCADO DE TRABAJO							
Empleo total	0,3	0,7	0,8	0,1	0,2	0,3	0,3
Paro (e)	8,7	8,9	8,6	8,8	8,7	8,5	8,4
BALANZA DE PAGOS (d)							
Cuenta corriente	0,5	0,6	-0,4	0,2	-0,7	-0,2	-0,7

FUENTES: BCE y Comisión Europea.

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

de un año antes. El mayor incremento de las importaciones que de las exportaciones reales, unido al deterioro de la relación real de intercambio en 2005, repercutieron en un empeoramiento del saldo de la balanza de bienes y servicios. Este deterioro, junto con el mayor déficit de las subbalanzas de rentas y transferencias corrientes, provocó que el saldo por cuenta corriente en porcentaje del PIB alcanzara una cifra negativa, del -0,4%, por primera vez desde 2002.

En el año 2005, el PIB de la mayor parte de los países de la zona del euro se desaceleró. Sin embargo, siguieron observándose diferencias relevantes en las tasas de crecimiento de los países integrantes, tal como indica la evolución de la desviación típica de la tasa de variación interanual del PIB (véase gráfico 3.2). De nuevo, las economías centrales de la zona mantuvie-



FUENTES: BCE, Comisión Europea, OCDE y Banco de España.

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

En 2005 se produjo un nuevo retroceso de la cuota real de exportaciones totales de la UEM. Esta evolución se enmarca dentro de un proceso de reducción de su participación en el volumen de exportaciones mundial que se viene observando desde mitad de los años ochenta y que afecta no solo a la zona del euro, sino a gran parte de los países industrializados (véase el gráfico 1). La irrupción en el comercio mundial de regiones con un gran potencial de crecimiento y con ventajas en términos de costes ha desplazado a los países más desarrollados en los intercambios internacionales. En concreto, según datos del FMI, la participación de los países industrializados en las exportaciones mundiales de bienes ha descendido más de un 15% entre 1985 y 2005 —un 9,4% para la UEM—, siendo otras regiones asiáticas, Latinoamérica y los países europeos no pertenecientes a la UE 15 los principales beneficiados de este proceso.

No obstante, a lo largo de 2005 la cuota de exportación de la UEM ha mostrado un deterioro reducido en comparación con los años anteriores. Este comportamiento encierra, sin embargo, patrones muy diversos entre los Estados miembros, lo que pone de manifiesto las diferencias en su estructura productiva y la persistente disparidad en la evolución de los precios y costes relativos. En particular, y con una perspectiva temporal más dilatada, según datos de la OCDE, Italia y Francia fueron los países que más cuota de exportación perdieron entre 1999 y 2005 (26,3% y 12,4%), mientras que Alemania e Irlanda aumentaron la presencia en sus mercados, en un 2,7% y un 17%, respectivamente.

En todo caso, los indicadores de competitividad precio de la UEM frente a los países industrializados experimentaron una mejora en 2005. Como se observa en el gráfico 2, las distintas medidas de tipo de cambio efectivo real registraron una reducción de un 5% en 2005, que fue más pronunciada en términos de los costes laborales unitarios y de los precios industriales que en términos de los precios del consumo, debido a que estos últimos incorporan en mayor medida la escalada de los precios energéticos. Una parte de la mejora del tipo de cambio nominal fue aprovechada por los exportadores para aumentar sus precios de exportación, por encima de sus costes laborales unitarios, de manera que sus márgenes se ampliaron, tras haber permanecido estables en los dos años anteriores.

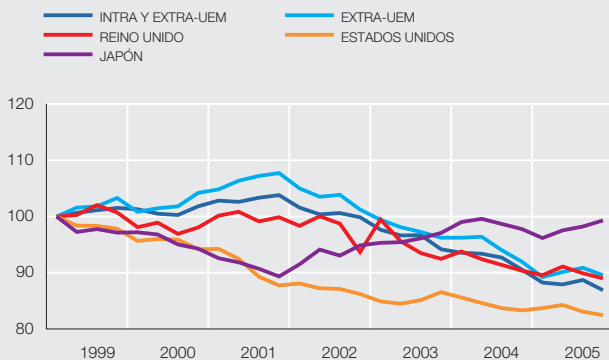
Asimismo, es posible que la especialización relativa de las exportaciones de la UEM en productos de tecnología media-alta (véanse gráficos 3 y 4), en los cuales la competencia de las economías

emergentes se ha sentido con menor intensidad, haya impedido un mayor deterioro de la cuota de exportación de la UEM en los años recientes, en comparación con la evolución más adversa de Estados Unidos y, hasta finales de 2003, de Japón. Por otra parte, el notable incremento de las importaciones de los países exportadores de petróleo, derivado del reciclaje de los ingresos por exportaciones, ha beneficiado en mayor medida a Europa que a Estados Unidos y Japón.

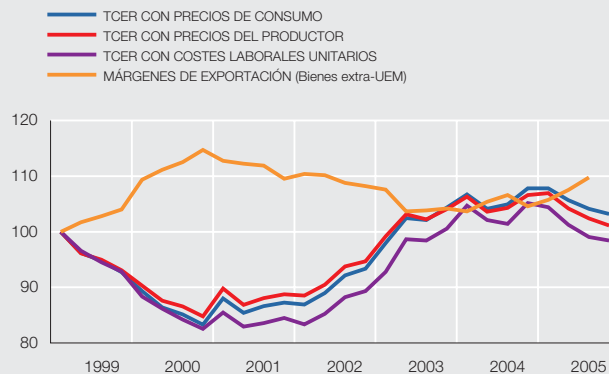
Junto a la evolución de la cuota exportadora, la capacidad para abastecer el mercado doméstico, aproximada por el grado de penetración de las importaciones, resulta también un aspecto relevante para valorar la competitividad exterior de un país (véanse gráficos 5 y 6). En 2005, la penetración real de las importaciones de bienes y servicios se incrementó en la mayor parte de los países de la zona del euro de tal forma que, desde 1999, las compras al exterior en el conjunto de la UEM aumentaron en algo más de un 11% por encima del crecimiento de su demanda final. En cuanto a la composición geográfica y por productos de las importaciones provenientes del resto del mundo, los datos apuntan en la misma dirección que el análisis de las cuotas de exportación, una ganancia de participación en el mercado interior de las importaciones procedentes de las economías emergentes y una desventaja comparativa en los productos que incorporan un alto contenido tecnológico.

En conclusión, a pesar de la depreciación del tipo de cambio y la consecuente mejoría en los indicadores de competitividad precio en 2005, la zona del euro no ha experimentado ganancias en su cuota exportadora ni una reducción en la penetración de las importaciones. Esta situación es, en gran medida, el resultado de la irrupción en el comercio mundial de las economías emergentes que, con importantes ventajas de costes, vienen incrementando su participación en las exportaciones mundiales desde mediados de los ochenta. Asimismo, la traslación incompleta de la depreciación del tipo de cambio a los precios de exportación, que ha permitido aumentar los márgenes de exportación, ha mermado la capacidad de vender en el resto del mundo. Además, aunque en el pasado reciente la composición del comercio exterior de la zona del euro ha contribuido a mitigar la pérdida de cuotas, es previsible que la escasa especialización de la UEM en productos de alta tecnología suponga un lastre para la capacidad exportadora de la UEM en el futuro, ya que son precisamente estos productos en los que se observa un mayor dinamismo de la demanda internacional.

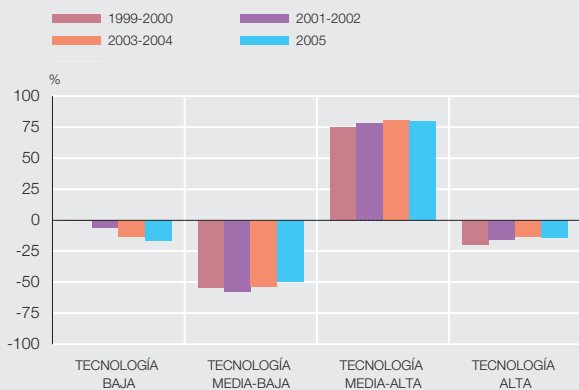
1 CUOTA REAL DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS DE LA UEM Y SUS PRINCIPALES COMPETIDORES (a)



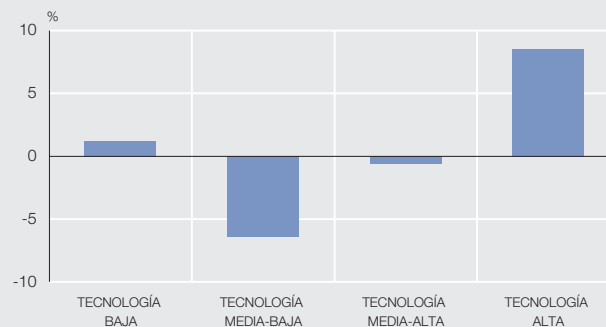
2 ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD Y MÁRGENES DE EXPORTACIÓN DE LA UEM (b)



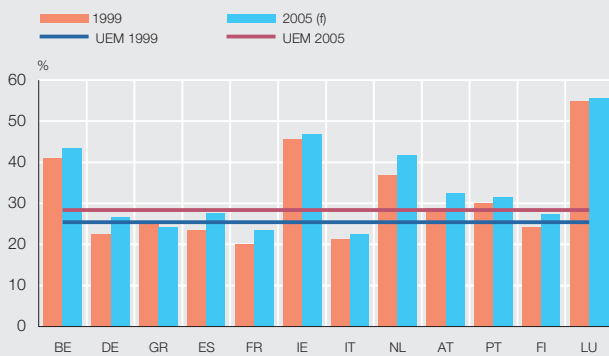
3 VENTAJA COMPARATIVA REVELADA DE LAS EXPORTACIONES REALES DE BIENES DE LA UEM. Extra-UEM (c)



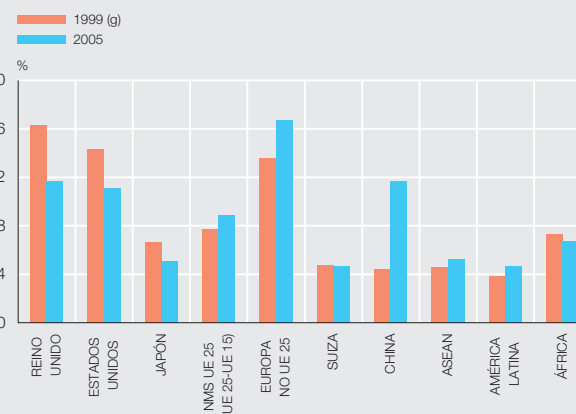
4 INTENSIFICACIÓN RELATIVA DE LA PENETRACIÓN REAL DE IMPORTACIONES DE BIENES EN LA UEM (d)



5 PENETRACIÓN REAL DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS EN LA UEM. Intra y extra-UEM (e)

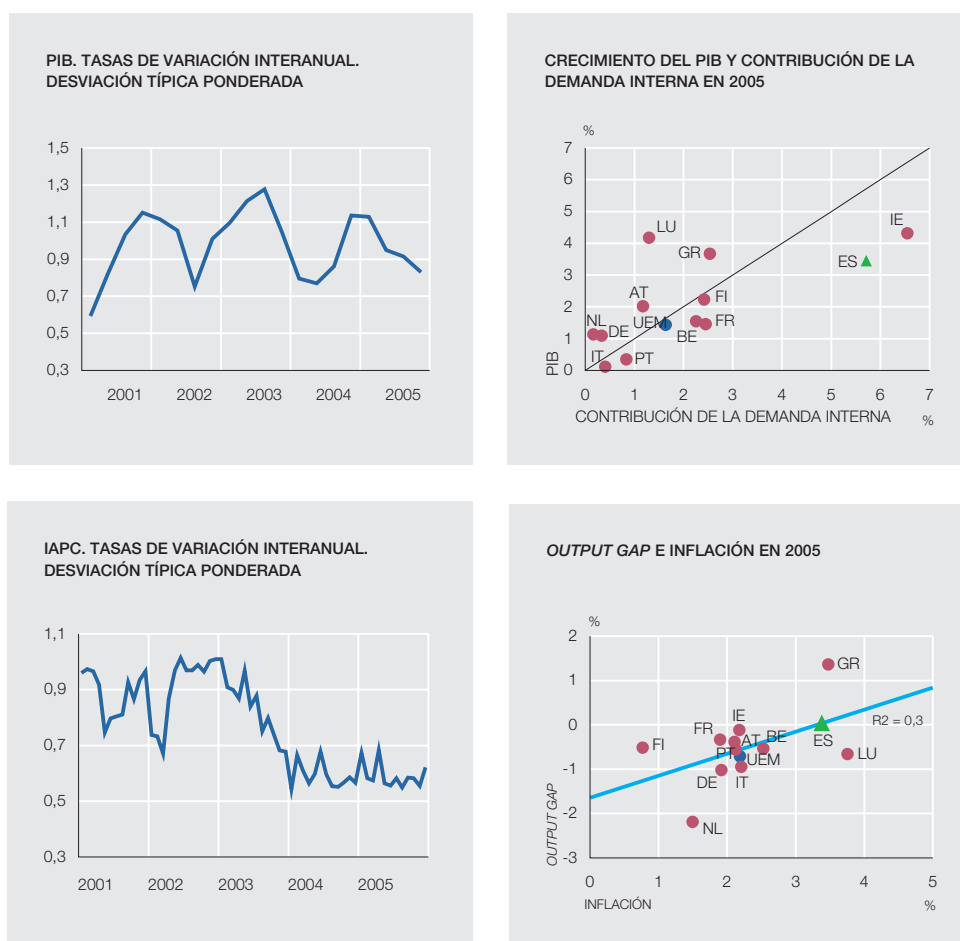


6 PARTICIPACIÓN DE CADA AREA O PAÍS EN EN EL VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE BIENES DE LA UEM. Extra-UEM



FUENTES: Eurostat y OCDE.

- a. Cociente entre el volumen de exportaciones y los mercados de exportación de bienes y servicios. Los mercados de exportación se aproximan por la suma ponderada del volumen total de importaciones de bienes y servicios de los principales socios comerciales.
- b. Los márgenes de exportación se aproximan por el cociente entre el IMU de las exportaciones de bienes y el CLU de la industria (excluida la construcción).
- c. Aproximada por la contribución relativa de cada producto o grupo de productos a la balanza comercial de bienes del país.
- d. Aproximada por la diferencia entre el crecimiento acumulado de las importaciones de cada grupo de productos y el crecimiento acumulado de las importaciones totales de bienes.
- e. Cociente entre las importaciones de bienes y servicios y la demanda final.
- f. El último dato disponible para Irlanda y Luxemburgo corresponde a 2004.
- g. El primer dato disponible para nuevos Estados miembros de la UE 25 corresponde a enero de 2000, y el último dato, a julio de 2005.



FUENTES: Comisión Europea, EUROSTAT y Banco de España.

ron un comportamiento menos dinámico en comparación con otros países, como Irlanda, Grecia y España. Así, Francia, Alemania y Holanda registraron ritmos de avance similares — en el primer caso— o inferiores a la media de la UEM, si bien las fuentes de crecimiento difirieron notablemente entre ellos. En particular, en Francia el sector exterior tuvo una aportación negativa que fue compensada por la fortaleza de la demanda interna, mientras que en Holanda y Alemania la actividad se sustentó, principalmente, en las exportaciones netas. No obstante, cabe destacar la evolución de la demanda interna alemana, que, tras tres años consecutivos de aportaciones negativas o nulas al crecimiento del PIB, se vio impulsada en 2005 por la recuperación de la inversión en equipo y del consumo público, mientras que el consumo privado mantuvo su atonía. Finalmente, Italia y Portugal registraron —en línea con lo acontecido en los últimos años— un crecimiento muy inferior a la media de la UEM, aquejados, más allá de consideraciones cíclicas, de problemas estructurales particularmente agudos.

Por lo que respecta al mercado de trabajo, en 2005, el ritmo de creación de empleo fue débil, hasta alcanzar un crecimiento próximo al registrado en el año anterior (véase el recuadro 3.2). Asimismo, la tasa de paro experimentó una disminución de tan solo tres décimas, a pesar de la favorable evolución que registró en algunos países como Francia y, especialmente, España, situándose, en media del año, en el 8,6% de la población activa. El comportamiento por sectores ha sido desigual, ya que el empleo en el sector agrícola e industrial continuó reduciéndose, mientras que en la construcción y los servicios de mercado se expandió. La estabilidad de la tasa de variación del empleo unida a la desaceleración del producto dieron lugar a un

En el año 2005, el empleo creció a un ritmo débil (0,8%), similar al del año anterior, lo que repercutió en la notable atonía del consumo, en la medida en que no estimuló la renta disponible de las familias ni favoreció la mejora del clima de expectativas del consumidor. Por ello, el análisis de la evolución reciente del mercado laboral constituye un ingrediente esencial para la valoración de la situación y las perspectivas económicas de la UEM.

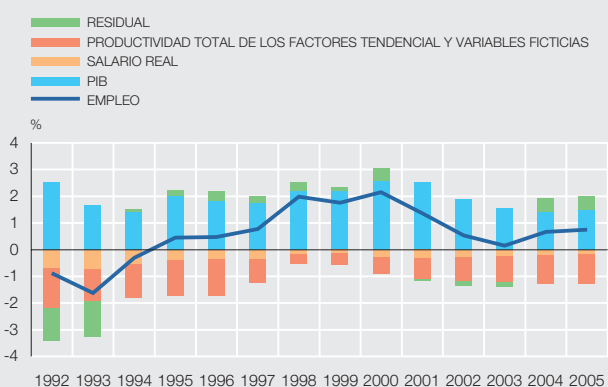
Una forma habitual de analizar el comportamiento de una variable macroeconómica como el empleo es a través del uso de una ecuación de carácter estructural, que relaciona su evolución con la de sus principales determinantes¹. Así, como se observa en el gráfico 1, en la reciente fase de desaceleración de la actividad del área —sobre todo en 2002 y 2003—, el crecimiento del número de ocupados en la UEM fue ligeramente menor que el explicado por sus determinantes. Un fenómeno similar, aunque con mayor intensidad, ocurrió en la recesión de principios de los noventa, cuando el fuerte proceso de destrucción de puestos de trabajo acontecido entre 1991 y 1994 —casi cuatro millones— tuvo un alcance superior al que puede ser

explicado por variables como la actividad y los salarios. Entre los factores determinantes de la evolución del empleo cabe identificar como elemento diferencial importante entre ambos períodos el comportamiento del salario real. En efecto, a principios de los años noventa, la contribución negativa del salario real a la tasa de variación del empleo alcanzó casi un punto porcentual, muy por encima de los 0,3 pp que aportó en la fase reciente de desaceleración.

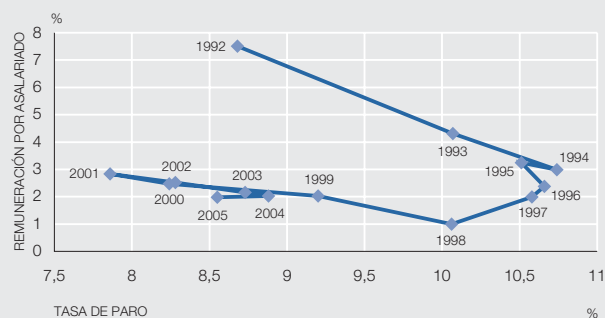
Como se puede observar en el gráfico 2, que representa una curva de Phillips, entre 1992 y 1995 los aumentos de la tasa de paro vinieron acompañados de una disminución de la presión salarial. Entre 1995 y 1999 se aprecia un desplazamiento hacia dentro de la curva, que refleja, principalmente, el proceso de convergencia nominal que precedió a la creación de la UEM y, posiblemente, las reformas del mercado de trabajo que emprendieron algunos países en dicho período, que podrían haber ocasionado una caída de la tasa de paro estructural. A partir de entonces, los salarios nominales han aumentado en torno al 2%, lo que supone una larga etapa de moderación salarial —a la que, sin duda, ha contribuido la creciente competencia internacional a la que se enfrenta la UEM—, tal como reflejan las disminuciones de los costes laborales unitarios reales desde 2002, que favorecieron que el ajuste del mercado laboral ante la desaceleración cíclica no haya repercutido en mayor medida en el empleo (véase gráfico 3).

1. La ecuación utilizada procede del documento de la Comisión Europea: «Labour market and wage developments in 2004, with special focus on risk of jobless growth», *European Economy, Special Report n.º 3/2005*.

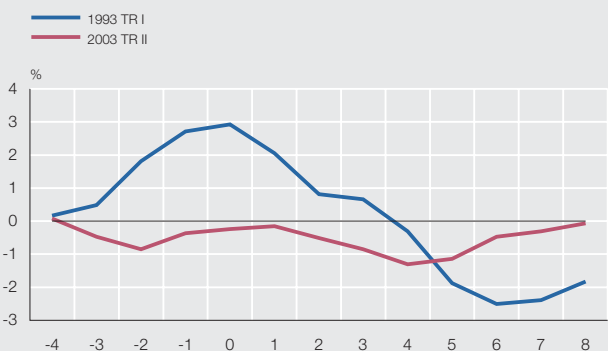
1 CRECIMIENTO DEL EMPLEO Y CONTRIBUCIONES (a)



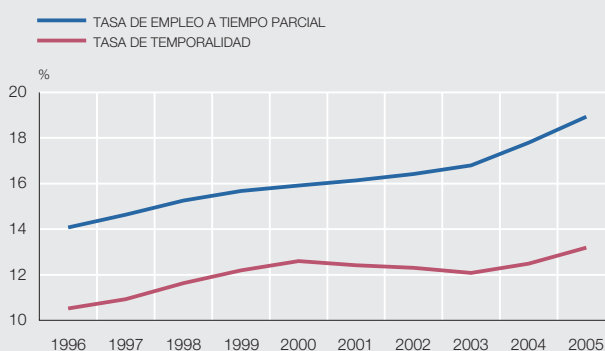
2 CURVA DE PHILLIPS



3 CLU REALES (b)



4 TASA DE EMPLEO A TIEMPO PARCIAL Y TEMPORALIDAD



FUENTES: BCE y Eurostat.

a. Contribuciones de las variables determinantes según la ecuación de la Comisión Europea.
 b. Tasas de variación interanual. El período «0» representa los trimestres en que el PIB registró su mínimo cíclico.

En todo caso, aunque el empleo ha registrado un ritmo de avance lento en los dos últimos años, este ha sido algo superior al que se deriva de la evolución de sus determinantes, a pesar de las incertidumbres que han rodeado el proceso de recuperación de la economía del área (véase gráfico 1). Ello puede responder, en parte, a ciertos cambios estadísticos y metodológicos que han tendido a incrementar las cifras de empleo de algunos países del área. Asimismo, se ha producido un mayor uso de contratos temporales y a tiempo parcial por parte de los empresarios europeos que han ocasionado un aumento del número de puestos de trabajo. Como muestra el gráfico 4, la tasa de parcialidad viene mostrando una tendencia creciente en los últimos 10 años, que se ha intensificado de forma notable en 2004 y 2005. Por su parte, la evolución de la tasa de temporalidad parece coherente con la hipótesis de que el ajuste del empleo en la desaceleración de

2001 a 2003 se habría hecho principalmente a través de los trabajadores temporales, cuyos costes de despido son prácticamente nulos, mientras que, en los últimos dos años, la contratación temporal se estaría viendo estimulada nuevamente. En esta línea apunta la implementación reciente de determinadas reformas laborales en algunos países del área, como, por ejemplo, la introducción en Alemania de los llamados *mini-jobs* y *one-euro jobs*², o la reforma introducida en Italia en 2003 (Ley Biagi), que fomentó el uso de nuevos tipos de contratos temporales y a tiempo parcial, de carácter más flexible.

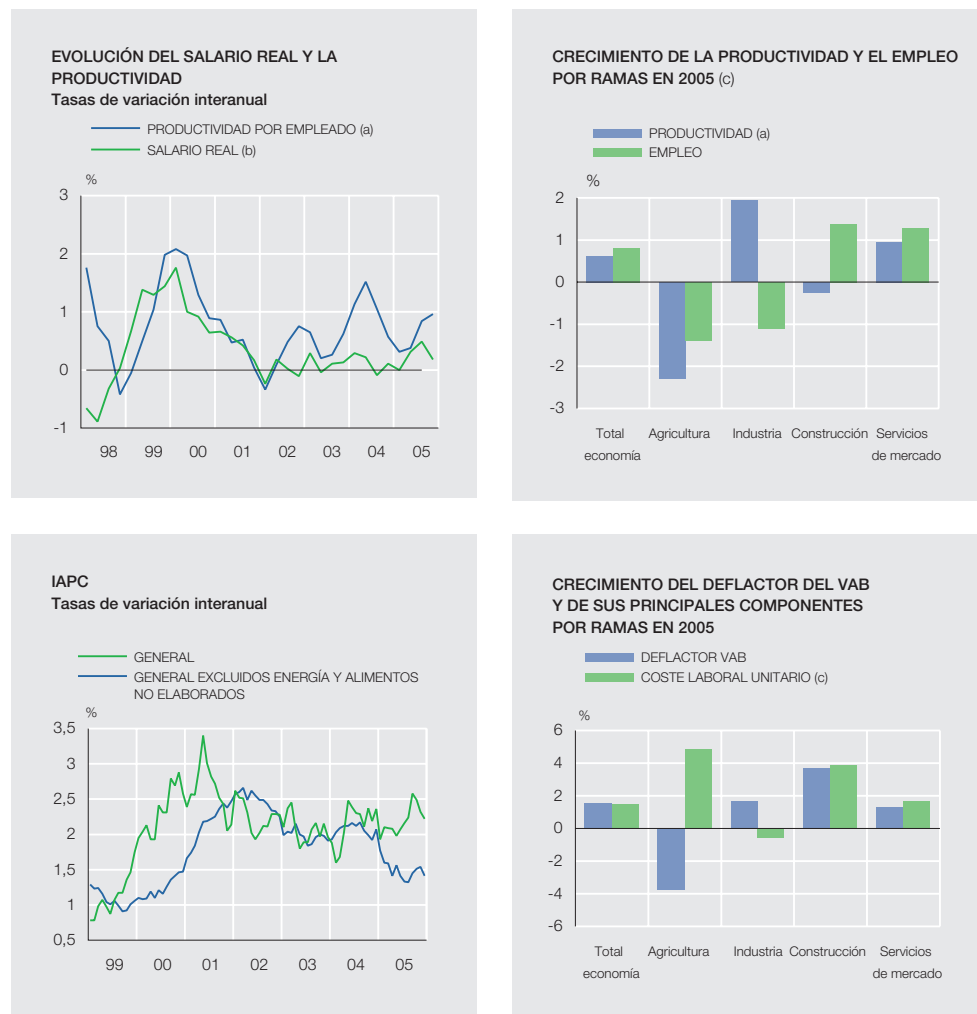
2. Los *mini-jobs*, introducidos en 2004, son empleos a tiempo parcial pagados con hasta 400 euros al mes, mientras que los *one-euro jobs*, que se introdujeron en 2005, son trabajos para desempleados de larga duración que cobran hasta 2 euros a la hora además del subsidio por desempleo.

empeoramiento del crecimiento de la productividad. De esta forma, en 2005 se ha prolongado la etapa de bajo dinamismo de esta variable iniciada hacia finales de la década de los noventa del siglo pasado, que refleja el uso insuficiente de nuevas tecnologías y el funcionamiento ineficiente de los mercados (véase el gráfico 3.3).

Las perspectivas para 2006 apuntan a que el PIB del área crecerá a tasas superiores a las de 2005 y cercanas al potencial, consolidándose así la recuperación de la actividad. Por una parte, las buenas condiciones financieras y la fortaleza de la demanda exterior derivarán previsiblemente en un elevado dinamismo de la inversión y de las exportaciones, estimuladas estas, además, por la depreciación del euro en 2005. El consumo, sin embargo, seguirá creciendo con lentitud, en línea con la renta disponible y, en particular, con la lenta aceleración esperada de los salarios y del empleo. No obstante, este escenario está sujeto a algunos riesgos. Así, a la ausencia, en la actualidad, de signos claros de recuperación del empleo y del consumo en el área habría que sumarle la incertidumbre que genera la evolución del precio del petróleo, la agudización de los desequilibrios globales y la posibilidad de que se intensifiquen las presiones proteccionistas al comercio. En relación con este último riesgo, es importante que se consiga una conclusión satisfactoria de los acuerdos comerciales multilaterales en el marco de la Ronda Doha que beneficiaría a las distintas regiones mundiales. En particular, la liberalización de las exportaciones de bienes y servicios del resto del mundo ha de permitir que las economías europeas intensifiquen su especialización en los nichos de mercado en los que tienen ventajas comparativas.

1.2 PRECIOS Y COSTES

En 2005, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de la UEM experimentó un crecimiento medio del 2,2%, una décima por encima del registrado el año anterior, y su perfil a lo largo del año vino determinado por la evolución del componente energético, y este, a su vez, por el comportamiento del precio del petróleo. Así, los máximos históricos alcanzados por el crudo en el verano —como consecuencia de los efectos de los devastadores huracanes Katrina y Rita, que dañaron gravemente la capacidad de producción y refino en el Golfo de México— elevaron la tasa de variación interanual del IAPC hasta el 2,6% en septiembre, mientras que la caída de los precios del petróleo en el último trimestre permitió que la inflación finalizara el año en el 2,2% (véase gráfico 3.3). Sin embargo, todos los componentes menos volátiles del IAPC mostraron una notable desaceleración, de forma que la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE —índice que excluye la energía y los alimentos no elaborados—,



FUENTES: BCE, Eurostat y estadísticas nacionales.

- a. Diferencia entre la variación del PIB y del empleo para el total de la economía y entre la variación del VAB y del empleo para las distintas ramas.
- b. Diferencia entre la variación de la remuneración por asalariado y el deflactor del PIB.
- c. Calculado como el promedio de los trimestres disponibles.

experimentó una clara tendencia a la baja en la primera mitad del año, para mantenerse posteriormente estable en niveles reducidos, situándose su ritmo de crecimiento medio anual en el 1,5% (frente al 2,1% de 2004). Esta evolución parece evidenciar que los efectos indirectos derivados del incremento de los precios energéticos han sido bastante limitados, excepto en aquellas partidas más directamente relacionadas con los precios del petróleo vía costes de producción, como los servicios de transporte. La escasa aparición de efectos indirectos queda reflejada también en el ritmo de crecimiento lento observado en los precios de producción de los bienes de consumo no duradero, que en 2005 fue del 1%, frente al 1,4% del año precedente.

La moderación de la inflación subyacente se debió, en parte, a la menor contribución de medidas fiscales —aumentos en impuestos indirectos y precios administrados— en comparación con los últimos años, pero también tuvo que ver con los efectos de la globalización y de la irrupción en el comercio mundial de países en desarrollo —cuyas exportaciones a la UEM se han multiplicado— y que se han centrado, sobre todo, en el componente de bienes indus-

triales no energéticos. La necesidad de hacer frente a la fuerte competencia internacional y la importación masiva de bienes más baratos, tanto destinados a su consumo final como a su consumo intermedio —con el consiguiente abaratamiento de los costes de producción—, han ejercido una presión a la baja sobre los precios del área, que ha venido a añadirse al efecto moderador de la persistente debilidad del gasto de los consumidores.

Por su parte, el deflactor de la demanda final aumentó en cuatro décimas su ritmo de crecimiento anual, hasta el 2,2%, debido a la notable aceleración de los precios de las importaciones, como consecuencia, principalmente, del encarecimiento del petróleo, pero también de la depreciación acumulada en 2005 por el euro. Por el contrario, el componente doméstico, aproximado por el deflactor del PIB, experimentó una nueva desaceleración. Esta evolución de los precios interiores del área fue el resultado del menor ritmo de ampliación de márgenes, que compensó el mayor dinamismo de los costes laborales unitarios. No obstante, el avance de esta última variable siguió siendo modesto, lo que se debió, como en el año precedente, a la moderación salarial. Así, la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado fue, al igual que en 2004, del 2%, lo que indica la ausencia de efectos de segunda ronda asociados a los incrementos pasados del precio del petróleo. El escaso pulso de la demanda en el mercado de trabajo y la presión a la baja ejercida por la competencia internacional sobre los costes laborales del área pueden explicar, en gran medida, este comportamiento de los salarios.

En las ramas de los servicios y de la construcción, los márgenes se expandieron a una tasa menor que en 2004. Por el contrario, en la rama industrial (incluyendo la energía) estos siguieron incrementándose a un ritmo notable gracias a la aceleración de los precios finales y a la contracción de los costes laborales unitarios (véase gráfico 3.3). En el caso de los servicios, cabe destacar que, mientras la tasa de crecimiento de los salarios aumentó en el subsector de servicios de mercado, descendió en el de servicios de no mercado.

En 2005, la dispersión de las tasas de inflación de los países del área —medida por la desviación típica ponderada de las tasas de crecimiento interanual de los respectivos IAPC— se mantuvo estable, en media, en comparación con 2004 (véase el gráfico 3.2). En todos los países, las tasas de inflación se vieron condicionadas por la negativa evolución del componente energético, aunque la distinta posición cíclica y el distinto impacto de medidas gubernamentales sobre impuestos indirectos y precios administrados —tanto de las emprendidas en 2005 como en el año anterior, por la desaparición de sus efectos base— justificaron las diferencias en el comportamiento de la inflación. En Francia, Portugal, Italia e Irlanda, la tasa de crecimiento del IAPC se redujo con respecto a 2004; en el resto de países se registraron aumentos de la inflación que oscilaron entre una décima (por ejemplo, en Alemania, hasta el 1,9%) y las siete décimas de Finlandia, país en que, no obstante, la inflación siguió siendo la más reducida (0,8%).

Las perspectivas inflacionistas para 2006 señalan que, tras el repunte de enero, la inflación del área del euro tenderá a atenuarse progresivamente a lo largo del año —como ya se ha venido observando hasta marzo—, si bien las distintas previsiones disponibles sitúan la inflación media anual nuevamente por encima del 2%. Además, los riesgos siguen estando sesgados al alza, principalmente por la posibilidad de aumentos adicionales del precio del crudo —dada la inestabilidad del mercado—, pero también por la materialización gradual de los efectos indirectos sobre los componentes no energéticos del IAPC de las subidas pasadas del petróleo y por la eventual aparición de efectos de segunda ronda en un contexto económico más dinámico, así como por los posibles aumentos en impuestos indirectos y precios administrados. A estos factores habría que añadir la presión sobre los precios que se puede derivar directa-

mente del fortalecimiento esperado de la demanda interna, aunque, dado que aún existe una brecha de producción (*output gap*) negativa, cabe pensar que la recuperación puede avanzar por algún tiempo sin generar excesivas tensiones inflacionistas.

2 Las políticas fiscales y estructurales en el área del euro

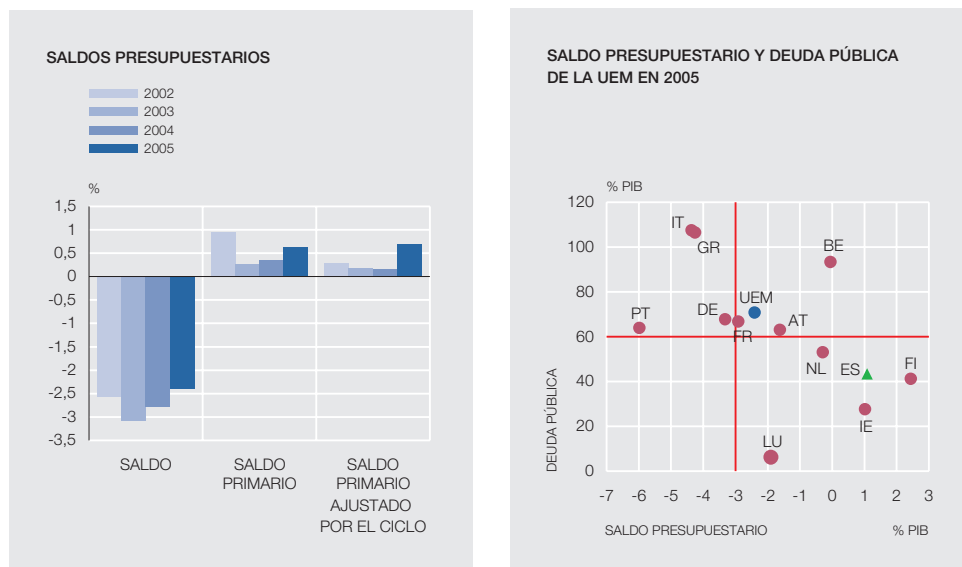
2.1 LA POLÍTICA FISCAL

En 2005, la política fiscal adoptó un tono contractivo, de acuerdo con los cálculos realizados por la Comisión Europea, según los cuales el superávit primario ajustado de ciclo experimentó un aumento de 6 décimas en comparación con el ejercicio precedente. Sin embargo, en términos del saldo observado, la mejora fue solamente de cuatro décimas —hasta situarse en el 2,4% del PIB—, puesto que la debilidad del crecimiento económico contribuyó a empeorar las cuentas públicas en 0,3 pp, en tanto que los pagos por intereses en porcentaje del producto cayeron en una décima (véase gráfico 3.4). El déficit público del conjunto de la UEM fue una décima mayor que el que resulta de agregar los objetivos de los Programas de Estabilidad presentados entre finales de 2004 y principios de 2005. No obstante, es preciso tener en cuenta que estas metas descansaban sobre un escenario macroeconómico que preveía un crecimiento del producto del área del 2%, esto es, seis décimas por encima del que se registró finalmente. Por consiguiente, puede considerarse que, una vez tenido en cuenta el impacto del ciclo económico sobre las cuentas públicas, en 2005 se cumplieron, en términos agregados, los objetivos que los propios Estados miembros se habían fijado.

En el pasado año, continuaron los persistentes desequilibrios fiscales en varios Estados miembros. Así, Alemania, Grecia, Italia y Portugal volvieron a registrar, al igual que en 2004, déficits superiores al 3% del PIB, mientras que Francia se situó muy cerca de esa cota. La evolución de los saldos observados en estos países fue notablemente divergente. Así, mientras que en Portugal e Italia tuvieron lugar empeoramientos sustanciales (de 2,8 y 0,7 pp, hasta alcanzar, respectivamente, el 6% y el 4,1% del PIB), en Grecia, Francia y Alemania se produjo una disminución del déficit. No obstante, es preciso tener en cuenta que varios de estos países han hecho un uso intensivo en los últimos años de operaciones que permiten mejorar el saldo de las cuentas públicas en un período determinado pero no modifican su situación subyacente, lo que oscurece el significado del déficit de un año dado o la comparación del mismo entre dos períodos.

Como resultado del proceso iniciado por la Comisión Europea en 2004, el Consejo Europeo de marzo de 2005 aprobó un conjunto de cambios en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Las modificaciones acordadas tratan de incrementar la lógica económica de las reglas de disciplina fiscal del área del euro, acompasando los requerimientos de corrección de los desequilibrios presupuestarios a las circunstancias específicas de cada caso. Al mismo tiempo, la reforma persigue acrecentar los incentivos para lograr un comportamiento más disciplinado en las etapas de bonanza del ciclo económico. Con posterioridad a este acuerdo del Consejo Europeo, la Comisión y los Gobiernos nacionales continuaron trabajando en la adaptación de los textos legales y de los procedimientos técnicos que hacen operativo el acuerdo. Así, el Consejo aprobó, en el mes de junio, los dos Reglamentos que reforman las bases legales del Pacto original y, en octubre, el nuevo Código de Conducta, que define el formato de los Programas de Estabilidad y Convergencia y desarrolla los detalles de la aplicación de las nuevas normas.

La aplicación de los acuerdos ha dado lugar a algunas novedades tanto en el desarrollo de los procedimientos aplicados a los países en situación de déficit excesivo como en el examen de la generación más reciente de Programas de Estabilidad y Convergencia. Así, mientras que, bajo el Pacto de Estabilidad original, un déficit excesivo debía ser corregido en el año posterior a su identificación, las nuevas reglas permiten que este plazo sea extendido en el caso en que concurren circunstancias especiales. De esta forma, al decidir la existencia de un déficit exce-



FUENTE: Comisión Europea.

sivo en Italia y en Portugal, en los meses de julio y septiembre, respectivamente, el Consejo recomendó la corrección de esa situación en un año más de la fecha límite habitual en el primer caso y en dos años más en el segundo. Para justificar estas decisiones, el Consejo consideró que concurrían circunstancias especiales, como la debilidad de la actividad y la elevada magnitud del esfuerzo de ajuste necesario. En el caso de Alemania, la comunicación de la Comisión de diciembre de 2004 exigía que el déficit excesivo fuera corregido a más tardar en el pasado ejercicio. El anuncio por parte de las autoridades de este país de que tal circunstancia no se había producido condujo al Consejo a adoptar, en marzo de 2006, una Decisión bajo el artículo 104(9) del Tratado de la Unión Europea según la cual el plazo para la reducción del déficit por debajo de la cota del 3% del PIB se extendía hasta 2007. Por último, con anterioridad a la reforma del Pacto, el Consejo había formulado, en enero de 2005, una advertencia a las autoridades griegas en el marco de este mismo artículo para que adoptaran medidas para acabar con el déficit excesivo como muy tarde en 2006. A través de una comunicación emitida en abril, la Comisión juzgó suficientes las acciones emprendidas en respuesta a esta advertencia.

Asimismo, al ser los primeros elaborados tras la reforma del Pacto, los Programas de Estabilidad presentados entre finales de 2005 y comienzos de 2006 han de satisfacer algunos requerimientos novedosos, entre los que destaca la definición de un objetivo de medio plazo para su saldo presupuestario ajustado por el ciclo y neto de medidas temporales, que debe estar comprendido, según los casos, entre el superávit y un déficit del 1% del PIB. No obstante, ninguno de los Programas de los cinco países en situación de déficit excesivo aspira a alcanzar sus objetivos de medio plazo antes del final de la década. Además, los países en esta situación deben especificar la senda de ajuste hacia su objetivo de medio plazo, que debe ser tal que su saldo ajustado por el ciclo y neto de medidas temporales mejore anualmente al menos en un 0,5% del PIB. Grecia, Italia y Portugal prevén cumplir en 2006 y 2007 con esta prescripción, en tanto que, en los casos alemán y francés, la obligación se satisfaría por término medio en esos dos años, pero no en 2006 considerado aisladamente.

De este modo, a pesar de que en 2005 se produjo una pequeña mejoría de las finanzas públicas del conjunto del área, todos los países, excepto España, Finlandia e Irlanda continúan mostrando desequilibrios fiscales notables, lo que contrasta con el modesto grado de ambi-

ción observado en la última generación de Programas de Estabilidad. En este sentido, el fortalecimiento de la actividad económica desde mediados de 2005 ofrece una oportunidad que no debe ser desaprovechada para asegurar el cumplimiento de las obligaciones contraídas por los países en situación de déficit excesivo, así como para acelerar el ritmo de aproximación hacia posiciones cercanas al equilibrio presupuestario. Esta necesidad se ve acrecentada por la urgencia de reducir los ratios de deuda al objeto de que las consecuencias presupuestarias del envejecimiento de la población puedan ser abordadas desde una posición patrimonial de las Administraciones Públicas lo más saneada posible. La magnitud del impacto de este fenómeno ha sido puesta de relieve en el informe publicado, en febrero de 2006, por el Comité de Política Económica de la UE y la Comisión Europea, en el que se proyectan los efectos sobre el gasto en pensiones, sanidad, dependencia, educación y prestaciones por desempleo hasta el horizonte de 2050. De acuerdo con los resultados del informe, el gasto en el conjunto del área aumentaría hasta entonces en un 4,6% del PIB. En el recuadro 1.3 se analiza con mayor detalle la evolución del gasto en pensiones —capítulo que es responsable de más de la mitad del aumento total—.

Además, para que la política fiscal pueda orientarse al fomento del crecimiento económico y del empleo es imprescindible la corrección de los desequilibrios presupuestarios, pues la evidencia disponible es concluyente acerca de la necesidad de la consolidación fiscal para asegurar la sostenibilidad del crecimiento a medio y largo plazo. En este sentido, resulta crucial —en línea con los requerimientos planteados por el BCE— que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado, más flexible que en el pasado, se aplique con rigor, como única forma de asegurar su credibilidad y demostrar su eficacia disciplinadora a lo largo del tiempo. Igualmente, es importante una composición del presupuesto que favorezca el desarrollo económico, para lo cual se requiere la introducción de reformas que reduzcan las distorsiones que generan los sistemas impositivos y la reorientación del gasto público, hacia sus usos más productivos.

2.2 LAS POLÍTICAS ESTRUCTURALES

La larga fase de atonía que ha experimentado la actividad económica del área del euro ha puesto de relieve la existencia, más allá de factores coyunturales, de obstáculos de carácter estructural que limitan la capacidad de crecimiento potencial del área y dificultan los ajustes necesarios ante perturbaciones. Estas fricciones impiden la reducción del elevado paro estructural existente y dan lugar a tasas de empleo relativamente bajas, fenómenos que afectan de forma particular a los trabajadores más jóvenes y los de mayor edad y a aquellos con menor nivel de cualificación. La persistencia de estos obstáculos representa, además, un punto de partida especialmente desfavorable para que la economía de la UEM pueda abordar los retos derivados del envejecimiento de la población, la creciente competencia de otras áreas geográficas y el fuerte ritmo de cambio tecnológico.

En este contexto, existe hoy en día un amplio consenso sobre la necesidad de intensificar el ritmo de puesta en marcha de reformas estructurales que abarquen un conjunto amplio de ámbitos, que incluyen, de forma singular, los mercados de trabajo, la culminación del mercado único (particularmente en el sector servicios), el fomento del espíritu empresarial o el impulso a la innovación tecnológica. De hecho, en los últimos años se ha producido algún progreso en el terreno concreto de los mercados de trabajo, donde las reformas realizadas han ido encaminadas en la dirección adecuada de combatir aquellos rasgos institucionales que tienden a provocar una infrutilización de este factor productivo. Entre estas se encuentran: las elevadas cuñas impositivas; las imperfecciones de los mecanismos de negociación colectiva, donde están insuficientemente representados los intereses de los trabajadores desempleados; y los desincentivos que para la demanda o la oferta de trabajo generan la legislación de protección del empleo, los mecanismos que incentivan el anticipo de la edad de jubilación y el nivel de los salarios mínimos y de las prestaciones por desempleo, así como la duración de estas últimas.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
MERCADO DE TRABAJO						
Tasa de empleo (de 15 a 64 años)	61,7	62,2	62,4	62,6	63,0	
<i>Femenino</i>	51,7	52,4	53,1	53,6	54,5	
<i>Masculino</i>	71,6	72,0	71,7	71,6	71,6	
Tasa de empleo (de 55 a 64 años)	34,2	35,2	36,5	37,9	38,6	
<i>Femenino</i>	24,3	25,2	26,6	28,0	29,0	
<i>Masculino</i>	44,6	45,6	46,7	48,2	48,6	
Tasa de paro	8,1	7,9	8,3	8,7	8,9	8,6
<i>Femenino</i>	10,3	9,9	10,1	10,5	10,5	10,0
<i>Masculino</i>	6,5	6,3	6,9	7,4	7,6	7,4
Tasa de paro de larga duración	3,9	3,6	3,6	3,9	4,0	
Impuestos directos y cotizaciones sociales sobre los salarios más bajos	41,5	40,5	40,5	40,4	39,0	
Productividad por empleado con respecto a la de EEUU	81,7	81,0	80,9	79,4	77,7	76,6
SOCIEDAD DEL CONOCIMIENTO						
I+D (% de PIB)	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	
Porcentaje de hogares con acceso a Internet			36,0	40,0	44,0	50,0
Patentes presentadas por millón de habitantes (a)	208,4	187,7				
Gasto en tecnología de información y comunicaciones en % del PIB			6,1	5,9	5,9	
<i>En tecnología de información</i>			2,9	2,7	2,7	
<i>En comunicaciones</i>			3,2	3,2	3,2	
Inversión en capital riesgo (% del PIB)	0,2	0,1	0,1	0,1		
Inversión privada (% del PIB)	18,9	18,4	17,7	17,4	17,6	
Gasto público en educación (a)	5,0	5,1	5,2			
Formación continua (% población de 25-64)	5,7	5,5	5,5	7,0	7,8	8,7
% población entre 20-24 años que ha completado al menos la educación secundaria	72,5	72,2	72,6	72,5	72,9	73,6

FUENTE: Comisión Europea.

a. Datos UE 15.

A pesar de la lentitud con que, en la mayor parte de los países, se están adoptando estas reformas, algunos de sus frutos son ya visibles, a juzgar por el aumento de las tasas de empleo entre determinados grupos de población —de forma destacada, entre los individuos de edades comprendidas entre los 55 y los 64 años— (véase el cuadro 3.2). Con todo, los avances observados en este y otros terrenos han sido muy limitados, lo cual contrasta con el amplio reconocimiento de la necesidad de actuar de un modo más decidido expresado por las autoridades nacionales y europeas.

En 2005 y en los meses transcurridos de 2006, las mayores economías del área introdujeron o anunciaron medidas destinadas a paliar los problemas que aquejan a sus mercados de trabajo. Así, en Alemania se rebajó la duración de las prestaciones por desempleo para los parados de mayor edad, con el fin de reducir los desincentivos a trabajar a edades próximas al final de la vida laboral, y se aprobó un aumento gradual de la edad legal de jubilación desde los 65 hasta los 67 años. Además, el Gobierno anunció la rebaja, que entrará en vigor en 2007, de 2 pp en las cotizaciones sociales por desempleo, al objeto de rebajar la cuña fiscal sobre las rentas del trabajo. En Francia, por su parte, se introdujo una modalidad de contrato fijo que extiende hasta dos años el período de prueba para los nuevos trabajadores en empresas con menos de veinte empleados. Además, se han puesto en marcha, recientemente, medidas para incentivar el trabajo de los mayores de 57 años y se han atenuado las restricciones a la duración de la jornada laboral, si bien continúa vigente la obligación de remunerar con una

prima el tiempo adicional trabajado en el caso en que aquella supere las 35 horas semanales. Finalmente, el Gobierno galo ha indicado que planea reducir las cotizaciones sociales empresariales que recaen sobre los empleos de menor remuneración, con el fin de contener los costes laborales asociados a ellos, así como mejorar los incentivos para que estos puestos de trabajo sean aceptados por los desempleados. Por último, en Italia, los presupuestos para 2006 contienen disminuciones de las cotizaciones sociales para las rentas laborales más bajas, al objeto de estimular el empleo de baja cualificación.

También, las mayores economías del área introdujeron en 2005 y principios de 2006 algunas reformas que afectan al funcionamiento de los mercados de productos. Así, en Alemania, el Gobierno anunció la desregulación de las tarifas en algunas profesiones liberales. En Francia, las autoridades dieron a conocer su intención de desregular los mecanismos de fijación de los precios minoristas. Por último, en Italia, las compras de bienes y servicios de las Administraciones locales se han sometido a mecanismos de subasta y, al objeto de combatir los fallos detectados en materia de gobierno corporativo, se han aprobado las nuevas leyes de quiebras y de transparencia en la contabilidad empresarial.

En el ámbito de la UE, en la primavera de 2005 el Consejo Europeo acordó —tras constatar la brecha entre la ambición de los objetivos y la timidez de los logros— proporcionar un nuevo impulso a la estrategia de Lisboa. Por un lado, se decidió dar prioridad a las medidas con un mayor impacto sobre el crecimiento de la actividad y el empleo. Por otro, se reformó el esquema de gobernanza de la estrategia, con el doble fin de simplificar los procedimientos y conseguir un mayor compromiso de los Estados miembros con los objetivos trazados. El nuevo esquema se basa en un ciclo trianual de formulación y evaluación de las políticas económicas, que se inició en junio de 2005 con la adopción por el Consejo de las denominadas Directrices Integradas para el Crecimiento y el Empleo. Este documento, que recoge las prioridades en los distintos ámbitos de la política económica, sirvió de base para la preparación, por parte de la Comisión Europea, del Programa Comunitario de Lisboa —que comprende las acciones que deben ser adoptadas a nivel del conjunto de la Unión— y, por parte de los Estados miembros, de los Programas Nacionales de Reforma (PNR) —referidos a las actuaciones relacionadas con las políticas que son competencia de los Estados miembros—. Finalmente, en enero de 2006, la Comisión presentó su Informe Anual de Progreso, en el que analizó los PNR y formuló propuestas de actuaciones concretas en algunas áreas.

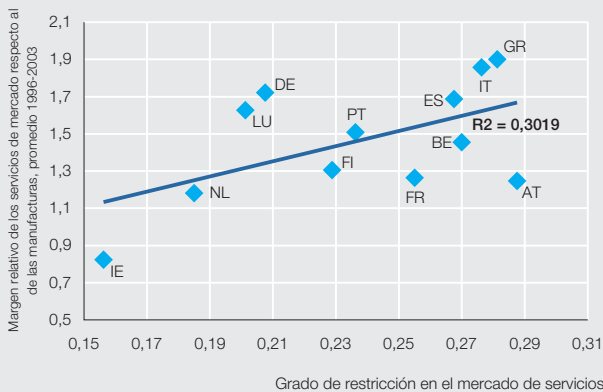
El Programa Comunitario contiene iniciativas en diversos ámbitos que incluyen, singularmente, la integración de los mercados financieros, de bienes y de servicios. Además, en el terreno de la investigación y el desarrollo recoge actuaciones para favorecer actividades de investigación conjuntas entre instituciones públicas y privadas y para impulsar proyectos con dimensión europea, como los de la navegación por satélite o los sistemas de gestión del tráfico aéreo y ferroviario europeo. Finalmente, desarrolla varias iniciativas para la financiación de nuevas empresas en sectores innovadores, para la simplificación de la carga regulatoria y para fomentar la competencia en áreas como los mercados energéticos o los servicios financieros. Aunque, desde su aprobación en junio, la Comisión Europea ha adoptado más de dos terceras partes de las actuaciones proyectadas, algunas acciones legislativas están pendientes de ratificación por el Consejo y el Parlamento y, en los casos en que requieren recursos financieros, de que se desbloqueen las Perspectivas Financieras 2007-2013. Entre los importantes capítulos sometidos a discusión se encuentran la Directiva relativa al mercado único de servicios y la patente comunitaria (véase el recuadro 3.3).

Además, en el ámbito comunitario, el Consejo Europeo respaldó en marzo de 2006 las conclusiones del Libro Verde de la energía elaborado por la Comisión. El documento plantea la

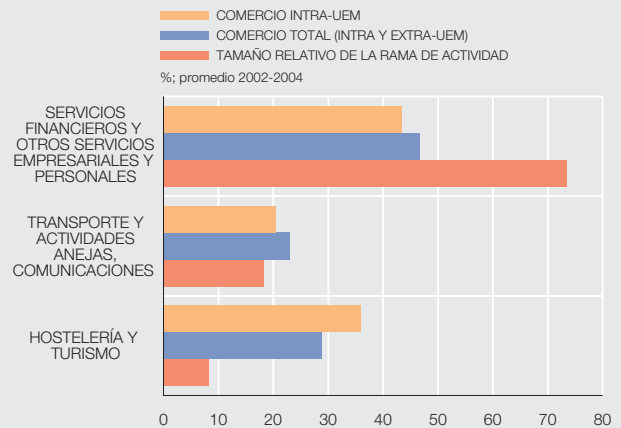
El sector servicios del área del euro representa en torno al 70% del valor añadido bruto y empleo totales de la economía. Además, en este sector se genera casi la totalidad de los nuevos puestos de trabajo, pues en la industria y la agricultura tiene lugar una destrucción neta de empleo. Estas cifras ponen de manifiesto la importancia de los servicios en la economía de la UEM. No obstante, en comparación con otras áreas geográficas —tales como Estados Unidos o el Reino Unido—, el sector servicios del área presenta un tamaño inferior, genera menos empleo y muestra ganancias de productividad más reducidas, lo que sugiere la existencia de obstáculos regulatorios que impiden un funcionamiento más eficiente. Por un lado, estos obstáculos incluyen la normativa que restringe la competencia dentro de cada país. En general, y con las dificultades inherentes que conllevan las medidas que aproximan el grado de regulación, los países en los que esta es más estricta tienden a

presentar un menor nivel de competencia, aproximada por los márgenes relativos del sector servicios frente al manufacturero (véase gráfico 1). Por otro lado, existen barreras regulatorias que limitan la provisión transfronteriza de servicios, impidiendo la integración efectiva de estos mercados en la UEM y en el conjunto de Europa, al comportar costes muy elevados a los potenciales proveedores extranjeros (en particular, si se trata de pequeñas y medianas empresas). El efecto combinado de uno y otro tipo de trabas explica que el comercio de servicios del área se concentre en las actividades relacionadas con el turismo, donde los intercambios vienen determinados en mayor medida por la dotación inicial de recursos que por el entorno regulatorio, y que sea, por el contrario, muy pequeño en el caso de los servicios empresariales, de transporte o personales —que, sin embargo, representan el grueso del sector— (véase gráfico 2).

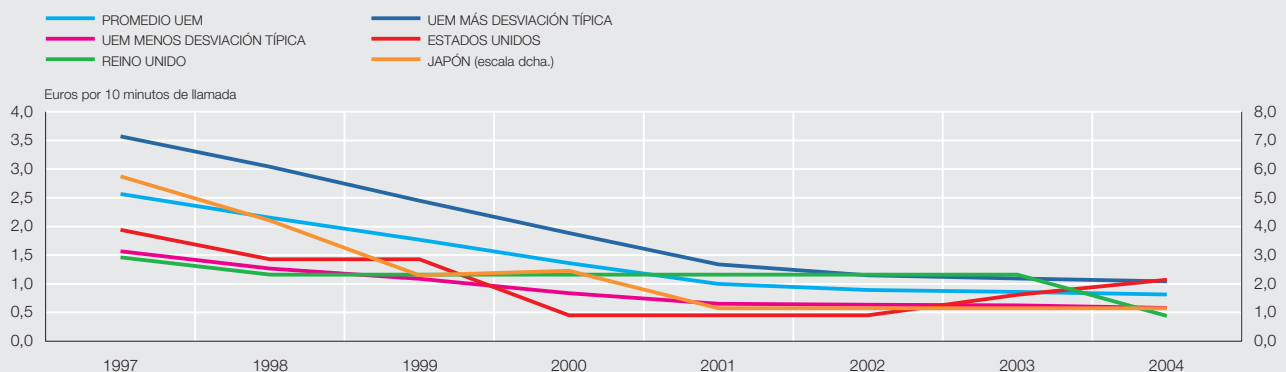
1 MÁRGENES Y REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE SERVICIOS (a) (b)



2 RAMAS DE ACTIVIDAD: PARTICIPACIÓN EN EL VAB Y EN EL COMERCIO TOTAL DE SERVICIOS DE MERCADO (c) (d)



3 CONVERGENCIA EN LOS PRECIOS DE LAS TELECOMUNICACIONES EN LA UEM (LLAMADAS NACIONALES)



FUENTES: STAN (OCDE) y Eurostat.

- a. El indicador del grado de restricción en el mercado de servicios es una media de las barreras impuestas al ejercicio de la actividad de prestadores de servicios extranjeros y nacionales. Ha sido elaborado por el Instituto Copenhaga Economico (2005). Su valor, que se refiere al año 2004, oscila entre 0 y 1, siendo el grado de restricción mayor (y menor la competencia) cuanto más se acerque a 1.
- b. Los márgenes están calculados como el cociente entre valor añadido y remuneración de asalariados. Se muestra la media del período 1996-2003 de la ratio del *mark-up* de los servicios de mercado con respecto a la de las manufacturas.
- c. El tamaño relativo de la rama de actividad se aproxima por el cociente entre su VAB y el VAB de los servicios de mercado.
- d. La participación de la rama de actividad sobre el volumen total de comercio de los servicios de mercado se calcula como el cociente entre la suma de las exportaciones e importaciones de la rama de actividad y la suma de las exportaciones e importaciones de los servicios de mercado.

La persistencia de estas trabas contrasta con la relevancia de los argumentos para justificar una mayor integración de los mercados de servicios en la UEM. Así, las reducidas ganancias de productividad en el sector constituyen un obstáculo para el crecimiento del producto de la UEM que la integración de los mercados de servicios debería contribuir a vencer a través del aprovechamiento de economías de escala y de la explotación de las ventajas comparativas. Las estimaciones de los efectos sobre la economía de una integración plena de estos mercados alcanzan resultados muy dispares, oscilando en el caso del PIB entre el 0,7% y el 1,8% y, en el caso del empleo, entre el 0,3% y el 1,5%¹. En todo caso, los beneficios derivados de la integración del mercado de bienes, junto con la importancia del sector servicios en las economías europeas, hacen suponer que este impacto será notable. Además, como muestra la experiencia en las ramas parcialmente liberalizadas, como es el caso de las telecomunicaciones, la integración debería facilitar la convergencia de los niveles de precios hacia los de los países donde estos son más bajos, lo que beneficiaría principalmente a los consumidores. A modo de ejemplo, en el gráfico 3 se observa cómo tanto la media de los precios de una llamada telefónica nacional dentro de los países del área del euro como su dispersión han disminuido gradualmente en los últimos años.

El Consejo Europeo de la primavera de 2000 concedió, dentro del conjunto de reformas económicas previstas en la estrategia de Lisboa, un papel relevante a la culminación del mercado único de servicios, consciente de las ventajas que se derivarían de ello. La principal herramienta para lograr este objetivo es la Directiva relativa a los servicios en el mercado interior, de la cual la Comisión Europea presentó una primera propuesta en enero de 2004. El objetivo de la Directiva es hacer operativos, en el ámbito de los servicios, los principios de libertad de establecimiento (que permite a un agente operar de forma estable en otro Estado miembro) y de libertad de provisión de servicios (que permite que un agente que opera en un Estado miembro ofrezca sus servicios de forma temporal en otro país distinto sin necesidad de establecerse en él). La propuesta inicial se apoyaba en dos pilares: la generalidad de su aplicación a todas las actividades económicas de servicios (con excepción de los de carácter público, así como de los servicios financieros, telecomunicaciones y transportes, ya cubiertos por legislación específica) y la aplicación del principio del país de origen, a cuya legislación está sujeto el proveedor de forma exclusiva.

No obstante, a pesar de constituir un importante ingrediente dentro del conjunto de políticas nacionales y supranacionales que han

1. Los cálculos más elevados se corresponden con la estimación de la Comisión Europea [*Extended Impact Assessment of a Proposal for a Directive on Services in the Internal Market*, (2004)], mientras que las cifras más reducidas, que tienen en cuenta tan solo el impacto inmediato, proceden del instituto Copenhagen Economics [*Economic assessment of the barriers to the internal market for services*, (2005)].

de permitir elevar el bienestar de los ciudadanos europeos, esta propuesta tropezó, en su formulación original, con algunas dificultades para aglutinar en torno a ella un grado suficiente de consenso político y social, lo que se ha podido deber a que la comunicación de sus contenidos no se haya realizado de forma plenamente acertada. Las conclusiones del Consejo Europeo de marzo de 2005 reflejaron esta falta de consenso, solicitando que la Directiva fuera revisada. En este mismo sentido, tras casi un año de deliberaciones, el Parlamento Europeo aprobó, en febrero de 2006, una resolución, en el marco del procedimiento comunitario de co-decisión, que contenía un amplio conjunto de enmiendas. Esta propuesta suponía la sustitución del principio del «país de origen» por la «libertad de prestación de servicios», que implica que, aun cuando el proveedor de servicios siga estando sometido a la legislación del Estado de origen a efectos de su establecimiento, el país de destino tiene el derecho a supervisar el desarrollo posterior de la actividad. Además, se ampliaba la lista de los servicios no sometidos a la Directiva, al excluir de su ámbito de aplicación los «servicios de interés general», cuya definición quedaba al arbitrio de las legislaciones nacionales.

En el pasado mes de abril, la Comisión Europea ha presentado una nueva propuesta, en la que trata de compatibilizar la búsqueda del necesario consenso con el resto de las instituciones con el mantenimiento de unos mínimos de aplicación de la Directiva, intentando que esta sea lo menos restrictiva posible. En este sentido, ha querido limitar la arbitrariedad en la definición de servicios de interés general (eliminando la referencia a su posible interpretación por parte de los Estados) y ha exigido un uso más limitado de las excepciones al principio de «libertad de prestación de servicios». A pesar de todo, el texto resultante, que deberá ser votado ahora en segunda lectura por el Parlamento Europeo, abandona la aspiración de generalidad buscada en el original.

En conclusión, la culminación efectiva del mercado único de servicios ofrece un gran potencial para acelerar el crecimiento del producto y el empleo del área, y acrecentar así el bienestar del conjunto de los ciudadanos de la UEM, aunque no se puede descartar que, al mismo tiempo que se creen nuevas oportunidades en algunas ramas, el proceso imponga algunos costes en otras. La minimización de los costes y el pleno aprovechamiento de las ventajas requieren que las economías de la UEM tengan la mayor capacidad posible de adaptarse a los cambios, lo que subraya la urgencia de acelerar los procesos de reformas estructurales en los mercados de productos y de trabajo. Además, la plena explotación de las potencialidades del mercado único dependerá del contenido final de la Directiva, en la medida en que no se diluyan sus principios fundamentales. En este sentido, el estado actual de las discusiones parece indicar que, si bien el texto final representará un avance con respecto a la situación anterior a la Directiva, es probable que sus contenidos confieran un impulso liberalizador claramente inferior al de la propuesta original de la Comisión.

necesidad de culminar el mercado interno de gas y electricidad, lo que, a su vez, requiere la mejora de las interconexiones entre países y de la coordinación entre los reguladores, las autoridades de defensa de la competencia y la Comisión. Por último, en el terreno de los servicios financieros, en 2005 se completó la fase legislativa del Plan de Acción de los Servicios Financieros (FSAP, en sus siglas en inglés), que sienta las bases para la integración efectiva de los mercados de estos servicios en Europa. La tarea pendiente es ahora su aplicación y cumplimiento. En este sentido, en diciembre de 2005, la Comisión Europea dio a conocer su Libro Blanco sobre la Política de Servicios Financieros, cuyo énfasis reside en la integración de los mercados minoristas, que continúan estando profundamente fragmentados, como pone de relieve la escasez de operaciones transfronterizas de integración entre los intermediarios financieros europeos (véase el recuadro 3.4).

Por su parte, los PNR contienen un catálogo de medidas concretas a nivel nacional y de plazos para su puesta en marcha, aunque tanto el grado de ambición como las políticas propuestas presentan una gran diversidad. En relación con las estrategias para aumentar la participación en el mercado de trabajo, una mayoría de Programas prevén un aumento de la edad legal de jubilación, la introducción de incentivos para alargar la vida laboral, la reforma de la legislación de protección del empleo o la adopción de medidas para mejorar la cualificación de la población activa, al objeto de reducir el desalineamiento entre la oferta y la demanda de trabajo e incrementar la productividad. Algunos Estados miembros han decidido introducir cambios en sus sistemas impositivos y de prestaciones sociales orientados a la disminución del desempleo estructural, aunque en más de la mitad de los casos no se han incluido objetivos de empleo. En cuanto a la innovación, que ha sido identificada por la mayoría de Estados miembros como uno de los retos fundamentales, numerosos países harán uso del aumento del gasto público en investigación y desarrollo o de la concesión de ayudas financieras al gasto privado en este capítulo. Aunque todos los Programas han fijado objetivos definidos sobre su gasto en investigación y desarrollo, incluso en el caso en que se cumplieran las metas pretendidas, este gasto se situaría cuatro décimas por debajo del objetivo del 3% del PIB fijado en la Agenda de Lisboa original. Finalmente, por lo que se refiere a la mejora del entorno en el que se desenvuelve la actividad empresarial, numerosos países han anunciado acciones para aligerar la carga regulatoria, en particular, a través de la simplificación de los requisitos necesarios para la creación de nuevas empresas.

Al identificar y abordar los problemas que lastraban la Agenda de Lisboa original, la revisión de la estrategia permite albergar algunas expectativas de que el ritmo de reformas cobre el vigor necesario para hacer frente a los retos existentes. Sin embargo, existen importantes razones que inducen a la cautela. En primer lugar, la experiencia con los primeros PNR, desconocidos para grandes sectores de la opinión pública, muestra que no se ha conseguido plenamente el objetivo de aglutinar un amplio respaldo social a los procesos de reforma. En este mismo sentido apuntan los recientes acontecimientos en Francia, donde las autoridades han renunciado, ante el elevado grado de contestación social, a su iniciativa para la introducción de una nueva modalidad contractual para menores de 26 años en empresas con más de 20 empleados que contemplaba una extensión del período de prueba hasta dos años. En segundo lugar, continúan sin existir mecanismos poderosos que aseguren que las autoridades adoptarán las medidas contenidas en los Programas, lo que probablemente tendrá una incidencia desfavorable sobre el cumplimiento de los objetivos. Independientemente de estas dificultades o del grado de ambición de los PNR, es preciso que los Programas se apliquen con decisión si se quiere lograr el objetivo de que la economía europea crezca a tasas próximas al 3%. Lo ambicioso de esta meta, que será más difícil de alcanzar a medida que el envejecimiento de la población comience a ejercer sus efectos negativos sobre el crecimiento potencial, no hace más que subrayar la necesidad de que se intensifiquen las ganancias de

La evolución de la actividad de fusiones y adquisiciones en el sector financiero de la Unión Europea ha mostrado un comportamiento marcadamente cíclico y, en líneas generales, similar al observado en las operaciones de consolidación en otros sectores. Como se muestra en el gráfico adjunto, la actividad de integración empresarial en el sector financiero, dominada a lo largo del período analizado por operaciones nacionales, alcanzó un máximo cíclico en 2000, experimentando una reducción sustancial en los años posteriores, aunque se observa una recuperación en 2003 y 2004 que parece confirmarse con la evidencia ya disponible correspondiente a 2005.

Sin embargo, pese a la coincidencia en el perfil de evolución en la actividad de consolidación empresarial en el sector financiero con el de otros sectores, es posible identificar algunos rasgos diferenciales en cuanto a las características de las operaciones de integración entre empresas financieras. Así, en primer lugar, a diferencia de lo que ocurre en los sectores no financieros, las operaciones internacionales entre empresas financieras no tienen un volumen medio sustancialmente superior al de las operaciones nacionales. Además, las diferencias de tamaño entre las empresas fusionadas son más acusadas que en los sectores no financieros. Estos rasgos revelan que, mientras que, en algunos casos, el proceso de integración entre

compañías no financieras ha originado empresas con un verdadero carácter paneuropeo con una distribución equilibrada de sus actividades entre distintos países europeos, en el sector financiero han primado las operaciones de consolidación a nivel nacional, favoreciendo la aparición de grandes instituciones nacionales con solo una presencia muy secundaria en otros países. De hecho, hasta fechas recientes han sido muy escasas las operaciones internacionales entre empresas financieras de gran dimensión.

La relativa escasez de operaciones transfronterizas puede reflejar, en cierta medida, que las dificultades de integración que caracterizan todo proceso de fusión tienden a acentuarse en las operaciones internacionales por la posible existencia de barreras de diversa índole —diferencias en cultura empresarial o en el marco regulatorio, entre otras— que hagan más difícil la consecución de ganancias de eficiencia, que, junto con las mejoras de posición competitiva y la diversificación de riesgos, constituyen los motivos subyacentes a las operaciones de integración empresarial.

Para analizar la creación de valor asociada a los procesos de fusión y adquisición entre empresas financieras, se ha analizado una muestra de 172 anuncios de fusiones y adquisiciones entre empresas fi-

EXCESOS DE RENDIMIENTOS (a)

1 TODAS LAS FUSIONES

%	Ventana (b)		
	(t-90, t-1)	(t-1,t+1)	(t-1, t+30)
Empresas compradas	4,4 (d)	3,2 (d)	2,4 (d)
Empresas compradoras	-0,1	-0,9 (d)	-1,2
Creación de valor (c)	1,4	-0,3	-0,5

2 FUSIONES NACIONALES

%	Ventana (b)		
	(t-90, t-1)	(t-1,t+1)	(t-1, t+30)
Empresas compradas	5,3 (d)	3,0 (d)	2,7 (d)
Empresas compradoras	-0,2	-1,1 (d)	-1,7 (d)
Creación de valor (c)	1,3	-0,4	-0,8

3 FUSIONES INTERNACIONALES

%	Ventana (b)		
	(t-90, t-1)	(t-1,t+1)	(t-1, t+30)
Empresas compradas	2,2	3,8 (d)	1,6
Empresas compradoras	0,2	-0,4	0,0
Creación de valor (c)	1,5	0,1	0,0

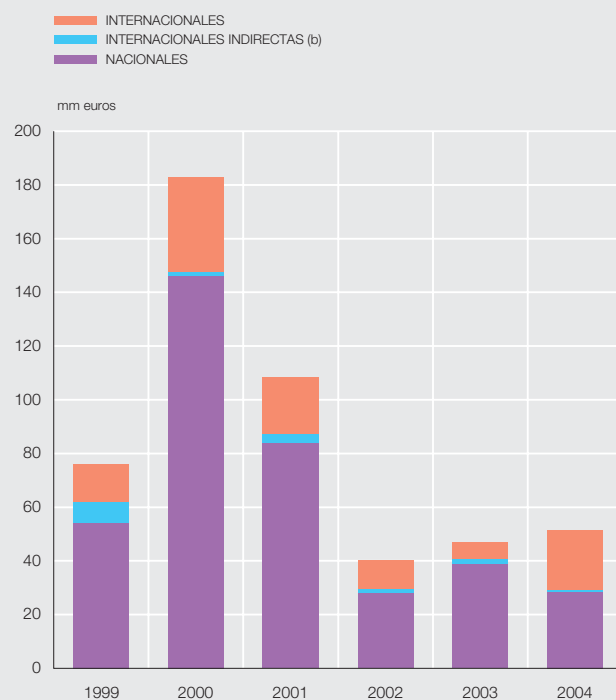
a. Los excesos de rendimiento se computan en un período en torno a la fecha del anuncio de fusión.

b. t denota la fecha del anuncio de fusión, y las cifras hacen referencia al número de días anteriores o posteriores a la fecha del anuncio.

c. Media ponderada de los excesos de rendimiento de las empresas compradas y compradoras, tomando como ponderación la capitalización bursátil. Se calcula para las 158 operaciones de fusión para las que está disponible la capitalización bursátil de ambas empresas.

d. Valor estadísticamente significativo al 5%.

VALOR DE LAS OPERACIONES DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN EN EL SECTOR FINANCIERO DE LA UNIÓN EUROPEA (a)



FUENTE: Comisión Europea.

a. Se incluyen todas las operaciones en las que tanto la empresa compradora como la adquirida pertenezcan al sector financiero y estén radicadas en un país de la Unión Europea.

b. Operaciones internacionales indirectas son aquellas en las que la empresa compradora es una subsidiaria local de una empresa extranjera.

nancieras de la Unión Europea realizados en el período 1998-2002¹. La pieza básica de información en este análisis es el exceso de rendimiento para los accionistas de las empresas involucradas, definido como la diferencia entre el rendimiento observado en un determinado período (o ventana) alrededor del momento del anuncio y el rendimiento esperado en ese mismo período². El cuadro adjunto

1. Una exposición más detallada de los resultados de este análisis puede encontrarse en el Documento de Trabajo n.º 0516, del Banco de España, titulado *M&As performance in the European financial industry*. 2. El rendimiento esperado se calcula utilizando un modelo CAPM estimado con información de los seis meses anteriores al inicio de cada una de las ventanas consideradas. En el ejercicio se está suponiendo implícitamente que el riesgo no varía tras las operaciones de fusión y adquisición. Este supuesto es coherente con los resultados de la literatura que suelen indicar que las operaciones de consolidación empresarial no tienen efectos significativos sobre el nivel de riesgo.

presenta los excesos de rendimiento medios para el conjunto de las fusiones de la muestra, distinguiendo en función del alcance geográfico de las operaciones. Los resultados obtenidos, que son coherentes con los encontrados en la literatura, indican que la creación de valor (es decir, el rendimiento conjunto de los procesos de fusión, obtenidos ponderando los excesos de rendimiento de las empresas involucradas por sus respectivas capitalizaciones bursátiles) no es en ningún caso estadísticamente significativa. Además, no se aprecia una diferencia significativa en la creación de valor entre operaciones nacionales e internacionales. Esta evidencia sugiere que, aun cuando la existencia de las diversas barreras antes mencionadas ha podido disuadir de la realización de operaciones de consolidación internacional, las que finalmente se han anunciado no han sido, en promedio, peor valoradas por el mercado que las operaciones de carácter nacional.

productividad y el uso del factor trabajo a través de una mayor tasa de actividad —sobre todo en las edades más avanzadas— y de un menor paro estructural.

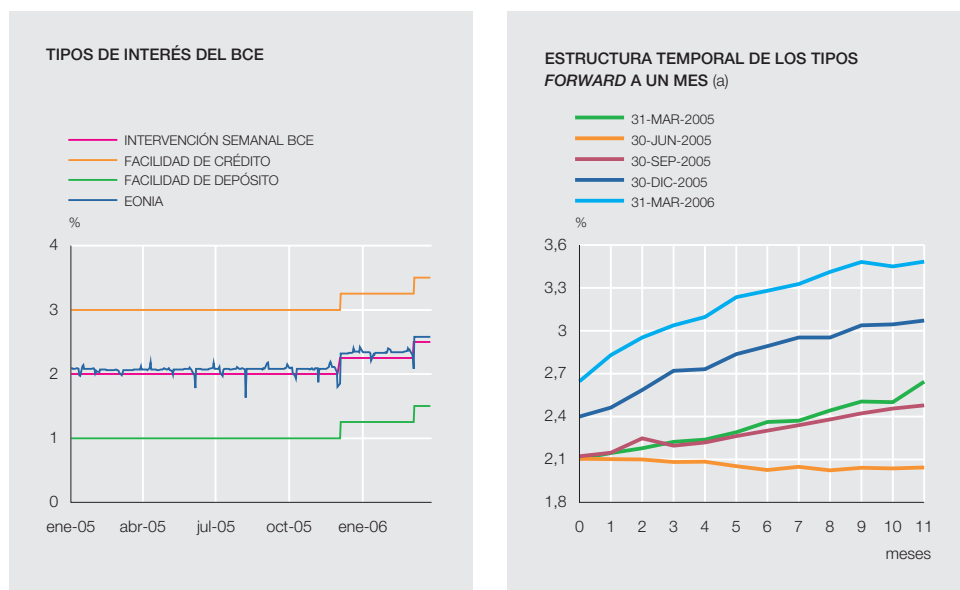
3 La política monetaria común y las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro

3.1 LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

El vacilante curso de la actividad económica del área del euro a lo largo de 2005, junto con el mantenimiento de tasas de inflación por encima del 2% durante la mayor parte del año y la elevada incertidumbre sobre la evolución de los precios en el medio plazo, configuraron un escenario complejo para la política monetaria. En el transcurso del año y, en particular, a partir del verano, a medida que fueron aumentando gradualmente los riesgos sobre la evolución de la tasa de inflación en un contexto de progresivo afianzamiento de la recuperación, el BCE fue adoptando una actitud de creciente vigilancia.

Así, en los primeros meses de 2005, los análisis del BCE constataban la debilidad del ritmo de avance de la actividad, como resultado de la desaceleración temporal que registró la demanda externa y del escaso vigor que mantenía la demanda interna. De hecho, las previsiones de crecimiento para 2005 del consenso de analistas se rebajaron, en torno a medio punto, a lo largo del primer semestre. En cuanto a la evolución de los precios, aunque las tasas de crecimiento del IAPC se moderaron en los primeros meses del año hasta valores alrededor del 2%, se mantuvo la percepción de la existencia de algunos riesgos sobre la inflación, derivados de los aumentos de los precios del petróleo y, adicionalmente, en el segundo trimestre, de la depreciación del tipo de cambio. En todo caso, en este escenario, el BCE consideró que el tono vigente de la política monetaria seguía siendo el adecuado puesto que, a medio plazo, las expectativas inflacionistas permanecían contenidas en un contexto de crecimiento lento y debilidad del mercado de trabajo.

Al final del verano empezó a constatarse una mejora en las perspectivas económicas del área como resultado del crecimiento relativamente intenso del comercio mundial y del dinamismo que, por fin, adquiriría la inversión, impulsada por unas condiciones financieras muy favorables. Por su parte, la tasa de variación del IAPC registró un notable aumento, en línea con la evolución del precio del petróleo, hasta alcanzar un 2,6% en septiembre. En este contexto, los mercados comenzaron a anticipar un cambio de orientación hacia una política monetaria más restrictiva (véase gráfico 3.5). A pesar de que el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener estables los tipos de interés oficiales al percibir la ausencia de presiones inflacionistas



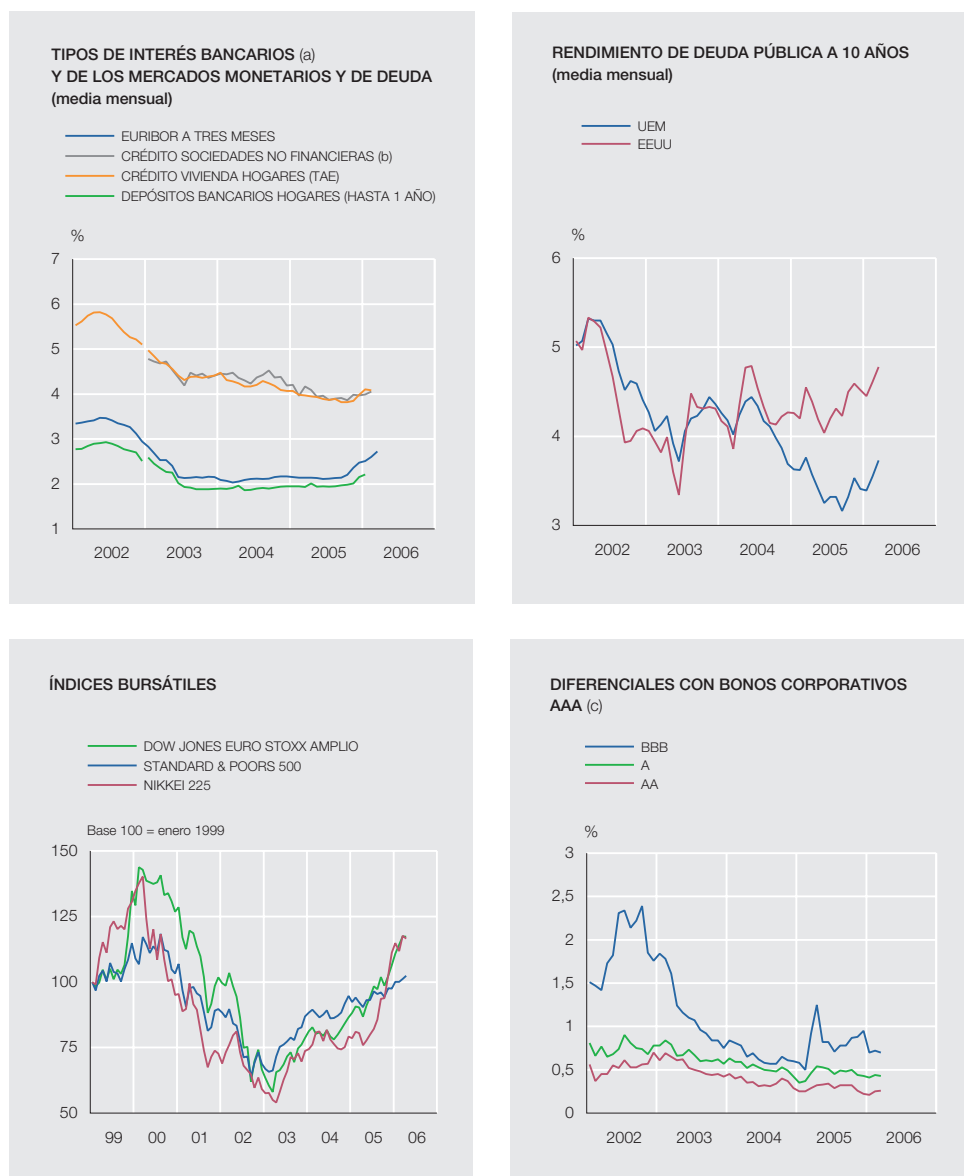
FUENTES: BCE y Banco de España.

a. Estimados con datos del mercado interbancario.

significativas, señaló en aquel momento una intensificación de los riesgos al alza en la inflación, sobre los que anunció un seguimiento especial.

En la última parte del año, la inflación se redujo, ligeramente favorecida por el recorte de los precios del petróleo desde los elevados niveles que había registrado en los meses de verano. Por su parte, la inflación subyacente se estabilizó en el 1,5%, sin que se observara un impacto significativo derivado de la traslación del encarecimiento de la energía sobre este índice ni se apreciaran efectos de segunda vuelta sobre la evolución de los salarios. Sin embargo, la inestabilidad que experimentaba el mercado del petróleo, que elevaba la probabilidad de que se produjeran nuevos encarecimientos, y la ganancia de pulso de la actividad, que podía favorecer la transmisión de los aumentos de precios a los incrementos salariales, llevaron al Consejo de Gobierno del BCE a acordar, en el mes de diciembre, una subida de un cuarto de punto en los tipos de interés oficiales, tras haber permanecido casi dos años y medio inalterados, dejando el tipo de interés correspondiente a las operaciones principales de financiación en el 2,25%. El objetivo era asegurar que el aumento registrado en las tasas de inflación y los riesgos que rodeaban su evolución no terminaran afectando a las expectativas, de modo que estas permanecieran ancladas en niveles consistentes con la estabilidad de precios.

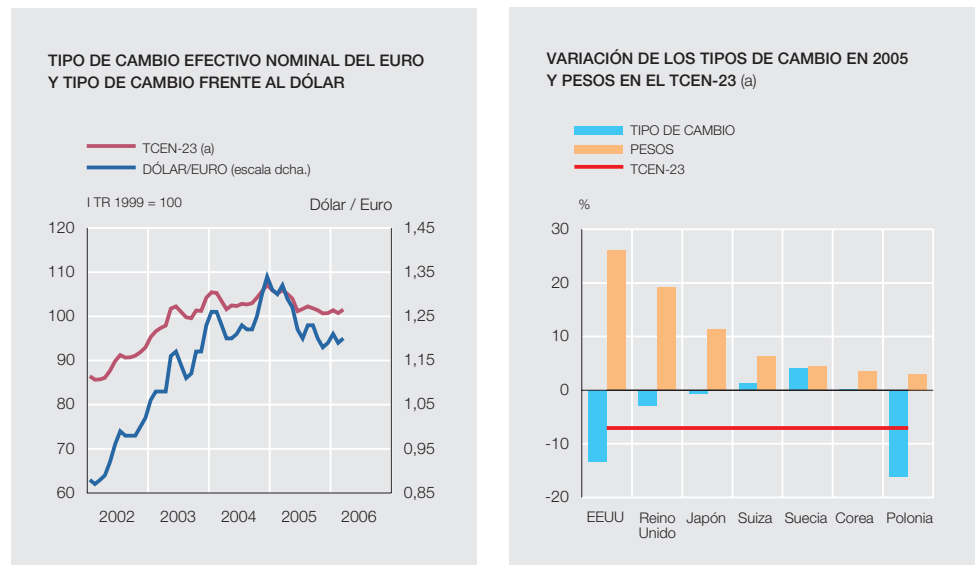
En los primeros meses de 2006, la tasa de crecimiento del IAPC repuntó ligeramente, y el anuncio de futuras modificaciones en los precios administrados y en los impuestos indirectos indicaba riesgos adicionales para la inflación a medio plazo. En la misma línea apuntaba el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios, en un contexto de recuperación de la demanda interna. Por todo ello, el BCE, siguiendo una actitud preventiva, subió de nuevo el tipo de intervención, fijándolo en el 2,5% (véase gráfico 3.5). En todo caso, y a la espera de nuevos datos económicos, la política monetaria sigue mostrando un tono acomodaticio que permitirá apoyar el progresivo fortalecimiento esperado de la demanda interna y la creación de empleo.



FUENTES: BCE y Banco de España.

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

efectos que los elevados precios del petróleo terminarían teniendo sobre la inflación. Hasta el mes de marzo, la curva de rendimientos del mercado monetario mantuvo una pendiente ligeramente positiva, en línea con lo observado a final de 2004. Sin embargo, el retraso de las esperadas señales de recuperación económica y la constatación de la ausencia de tensiones inflacionistas subyacentes provocaron en el segundo trimestre un cambio en las expectativas del mercado sobre el curso probable de la política monetaria, lo que determinó a su vez un aplastamiento de la curva de rendimientos al inicio del verano. La progresiva mejora de las perspectivas económicas del área tras el verano consolidó las expectativas de una posible elevación, aunque moderada, de los tipos de interés oficiales para finales de año, como finalmente se produjo. En los últimos días de 2005, la pendiente de la curva de rendimientos hasta el plazo de un año era de 50 puntos básicos, similar a la existente a principios de abril de 2006.



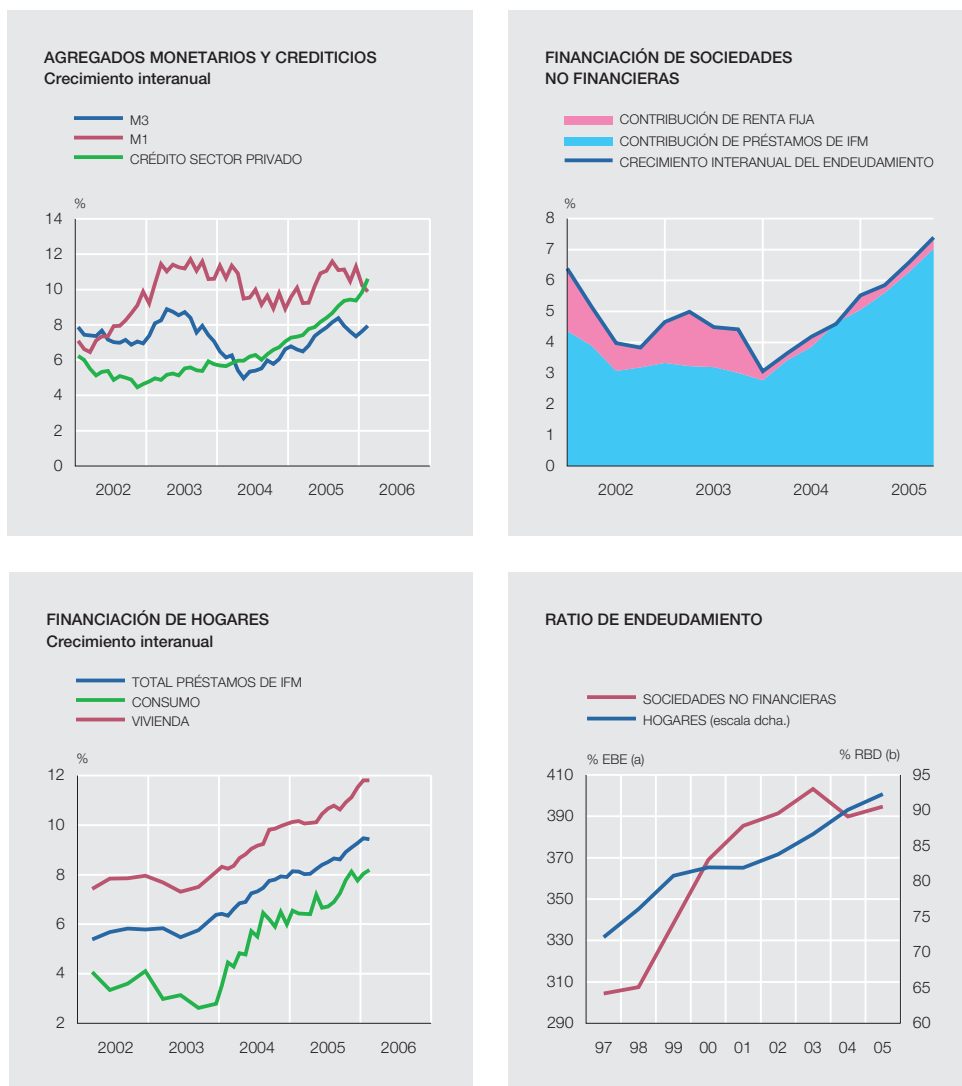
FUENTES: BCE, Comisión Europea y Banco de España.

a. EL TCEN-23 es el tipo de cambio efectivo nominal frente a un conjunto de 23 países: los 13 países miembros de la UE que no lo son de la UEM y los 10 principales socios comerciales de la UE.

Los tipos de interés a largo plazo prolongaron en 2005 la tendencia descendente iniciada a mediados del año anterior, llegando a situarse en septiembre en el entorno del 3,1% al plazo de 10 años, lo que supone su nivel más bajo desde la introducción del euro en 1999. De hecho, estos niveles están por debajo de los históricamente registrados en la mayoría de las economías europeas. Dado que las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron relativamente estables, la tendencia decreciente de los tipos de interés a los plazos más elevados podría deberse a la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área, en un contexto de creciente demanda de bonos europeos, proveniente tanto de residentes como de no residentes. Dentro de estos, destacó especialmente la demanda originada en los países exportadores de petróleo. No obstante, a partir del último trimestre de 2005, los rendimientos de la deuda a 10 años comenzaron a experimentar un repunte, hasta llegar a situarse en el entorno del 4% en abril de 2006. La trayectoria de los tipos a largo que se ha descrito divergió de la observada para Estados Unidos, donde se mantuvieron relativamente estables. Ello repercutió en un notable aumento del diferencial respecto al bono europeo, hasta alcanzar los 100 puntos básicos, registrando así su nivel más alto desde el año 2000 (véase gráfico 3.6).

A lo largo de 2005, los mercados de renta variable experimentaron una marcada tendencia alcista en sus cotizaciones, en línea con la mejora de los beneficios empresariales. En términos del índice EURO STOXX amplio, la ganancia acumulada en 2005 fue del 23%, si bien este índice se encontraba a finales de año todavía alrededor de un 30% por debajo de los máximos alcanzados en marzo de 2000 (véase gráfico 3.6). La mejora del índice global fue compartida por todos los sectores —especialmente por el sector financiero, que se revalorizó más de un 40%—, con la excepción del sector de telecomunicaciones, que redujo su valoración bursátil en un 7%.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y depósito a su clientela permanecieron bastante estables y en niveles históricamente reducidos durante la mayor parte de 2005. Solo a finales de año, los tipos de interés aplicados a los préstamos otorgados a empresas y familias experimentaron un ligero ascenso, en línea con la subida de los tipos de mercado. Este contexto de condiciones financieras favorables para los agentes también tuvo



FUENTES: BCE y Banco de España.

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

su reflejo en la evolución de los diferenciales de los bonos corporativos en los mercados de renta fija, que siguieron, en general, en niveles muy bajos (véase gráfico 3.6).

En los mercados de divisas, el tipo de cambio se depreció un 7% de media en 2005 en términos efectivos nominales (véase gráfico 3.7). La pérdida de valor del euro fue especialmente pronunciada frente al dólar (13,3%), lo que pudo estar relacionado con la situación económica relativa de ambas regiones, plasmada en el curso de sus políticas monetarias: las subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal, muy activista desde comienzos de año, contribuyeron a la fortaleza de su moneda, aunque el aumento de tipos decidido por el BCE en diciembre pudo favorecer la corrección de esta tendencia. Asimismo, las favorables perspectivas sobre la situación económica en Estados Unidos pudieron aminorar la preocupación de los inversores internacionales por el elevado y persistente déficit norteamericano, impulsando adicionalmente la demanda de activos denominados en dólares.

El agregado monetario M3 intensificó su ritmo de avance a lo largo del año debido, en parte, a movimientos de cartera hacia activos de renta variable. No obstante, a partir de octubre este

agregado interrumpió su perfil de continua aceleración, hasta situarse en el 7,3% en diciembre de 2005 (véase gráfico 3.8). Por componentes, los depósitos a la vista, incluidos en el agregado estrecho M1, seguidos del resto de depósitos de corto plazo, fueron los que registraron una mayor contribución al crecimiento del agregado. Por agentes, esta evolución tuvo su reflejo en la fortaleza de los depósitos mantenidos por las sociedades no financieras y por las otras instituciones financieras.

Por su parte, la financiación concedida al sector privado por las instituciones financieras y monetarias registró un dinamismo progresivo a lo largo de 2005. Por agentes, la aceleración de los préstamos se observó tanto en los concedidos a sociedades no financieras como en los otorgados a los hogares. Así, la mejora en las perspectivas de crecimiento de la zona del euro en la última parte del año, junto con unos tipos de interés históricamente reducidos, determinó que los préstamos concedidos a las sociedades no financieras aumentaran, en tasa interanual, hasta el 8,1% en diciembre. De hecho, la ratio de endeudamiento de las empresas ascendió en cinco puntos, hasta situarse en el 395% del excedente bruto de explotación, por debajo, en cualquier caso, del máximo alcanzado en el año 2003 (véase gráfico 3.8). Para el caso de los préstamos a hogares, tanto los destinados a consumo como, sobre todo, los dedicados a la compra de vivienda se aceleraron, situándose sus tasas de variación en diciembre en el 7,8% y 11,5%, respectivamente. De este modo, el endeudamiento de los hogares en el área en su conjunto aumentó de nuevo en 2005, hasta el 92% de su renta disponible. Por países, la evolución de los préstamos a familias mostró un comportamiento muy heterogéneo. Así, el mayor dinamismo se concentró en aquellas economías —España, Irlanda y Grecia— en las que la inversión residencial y el precio de la vivienda crecieron a ritmos elevados. En el lado opuesto, destacó el caso de Alemania, donde tanto su desfavorable posición cíclica como una mayor cautela de sus entidades a la hora de conceder préstamos configuraron un escenario en el que el crédito estuvo creciendo a niveles muy inferiores a la media del euro.

La economía española

En 2005, la economía española creció un 3,4%, tres décimas más que el año anterior. La expansión del producto se basó, como en los ejercicios precedentes, en la pujanza de la demanda nacional, que se incrementó a una tasa superior al 5%, mientras que las exportaciones netas detrajeron casi 2 puntos porcentuales (pp) al crecimiento anual del PIB. Esta evolución del sector exterior contribuyó a un sustancial aumento de las necesidades de financiación de la nación, mientras que el avance de la demanda nacional vino acompañado de una fuerte ampliación de las necesidades de financiación de las familias y de las empresas no financieras. Frente a ello, la situación presupuestaria de las Administraciones Públicas (AAPP) mejoró significativamente, hasta alcanzar un superávit por primera vez en las últimas décadas. El crecimiento de la economía siguió acompañado de una elevada creación de empleo y las ganancias de productividad se mantuvieron en niveles muy bajos. Por último, la tasa de inflación, medida con precios de consumo, aumentó hasta el 3,4% en la media de 2005, impulsada por los mayores precios energéticos, y la inflación subyacente continuó mostrando tasas de expansión considerablemente más elevadas que en la UEM.

En los epígrafes siguientes se describe el entorno de políticas económicas en el que la economía española alcanzó estos resultados, para luego analizar con detalle los elementos que subyacen en este comportamiento expansivo.

1 Las políticas económicas

1.1 LAS CONDICIONES

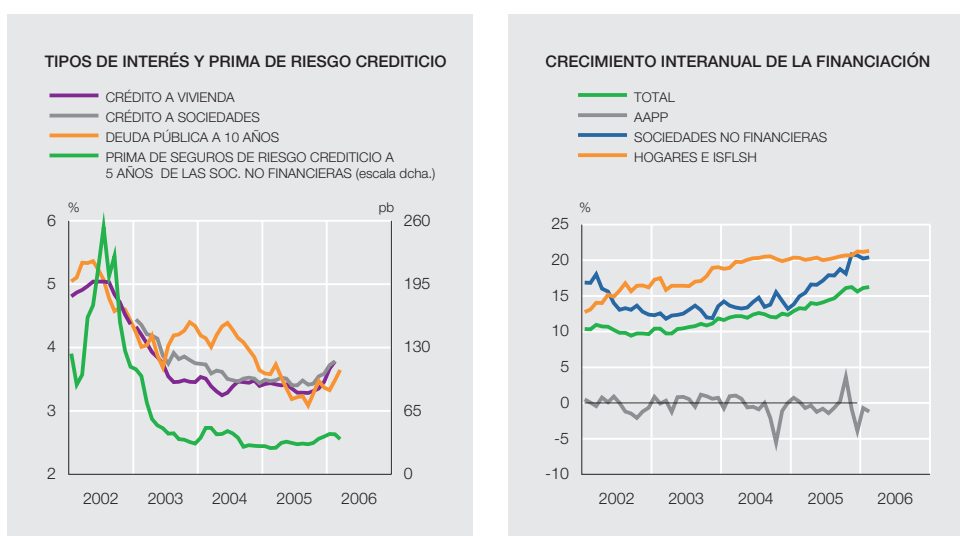
MONETARIAS Y FINANCIERAS

Las condiciones de financiación para los hogares y las sociedades españolas apenas se modificaron en 2005, manteniendo el tono holgado que las ha venido caracterizando en los últimos años. En este contexto, el endeudamiento del sector privado continuó creciendo a tasas elevadas, aunque fue compatible con un nuevo aumento de la riqueza neta de las familias, debido a la evolución del precio de la vivienda y de las cotizaciones bursátiles.

En el mercado interbancario, las rentabilidades negociadas aumentaron durante el último trimestre, reflejando las expectativas de incremento de los tipos de interés oficiales de la zona del euro. Estas, como se ha comentado en el capítulo anterior, se vieron confirmadas posteriormente con las decisiones adoptadas en diciembre del ejercicio pasado y en marzo de 2006. El EURIBOR a un año se situó al cierre de 2005 en el 2,8%, 0,6 pp por encima del nivel observado a finales de 2004. Sin embargo, el coste de la financiación bancaria se mantuvo relativamente estable durante la mayor parte del año, y solo acusó el cambio de tono de la política monetaria en los meses finales del ejercicio (véase gráfico 4.1).

La rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo mostró una trayectoria descendente hasta el mes de septiembre, período en el que se alcanzaron valores mínimos históricos. Posteriormente, esta tendencia se invirtió, de modo que, en diciembre, la rentabilidad de la referencia a diez años se situó en el 3,4% [20 puntos básicos (pb) menos que a finales de 2004]. El diferencial con respecto a la deuda alemana no experimentó variaciones significativas y se mantuvo próximo a cero. Esta evolución de los precios de los bonos, junto con la relativa estabilidad de las primas de riesgo crediticio de las empresas, determinó una ligera reducción del coste medio de la financiación de las sociedades mediante emisiones de renta fija en el conjunto de 2005 (véase gráfico 4.1).

En las bolsas nacionales e internacionales, las cotizaciones mantuvieron el perfil ascendente que se inició en 2003, al tiempo que la volatilidad de los precios negociados continuó en niveles históricamente reducidos. Las ganancias fueron especialmente intensas en el caso de los



FUENTES: Credit Trade y Banco de España.

mercados europeos, en un contexto en el que los resultados empresariales crecieron a tasas elevadas y en el que mejoraron las perspectivas económicas en el área del euro. El Índice General de la Bolsa de Madrid acumuló una revalorización anual del 20,6%, similar a la registrada por el EURO STOXX amplio de la UEM (23%) y notablemente superior a la del S&P 500 de Estados Unidos (3%). Como resultado de todo ello, mejoraron las condiciones para la obtención de fondos por parte de las empresas en los mercados de renta variable. La depreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar a lo largo del año contribuyó a suavizar adicionalmente las condiciones monetarias y financieras.

Atendiendo a los diversos indicadores disponibles, el precio de la vivienda se desaceleró en 2005, aunque las tasas de crecimiento interanuales continuaron siendo elevadas. En particular, según la información del Ministerio de la Vivienda, el año se cerró con un avance anual del 12,8%, 4,4 pp por debajo de la cifra de finales de 2004, lo que resulta coherente con un escenario de absorción ordenada de la sobrevaloración actual del mercado inmobiliario.

En este contexto, los recursos ajenos de las sociedades mostraron una notable aceleración, de modo que su tasa de expansión alcanzó en diciembre prácticamente el 21%, unos 7 pp más que a finales de 2004 (véase gráfico 4.1). El grueso de estos pasivos continuó materializándose en préstamos de entidades financieras. Por actividades, el sector inmobiliario y la construcción siguieron mostrando los incrementos más fuertes en el recurso a la financiación bancaria, con unos ritmos de avance del 45% y 28%, respectivamente, aunque cabe destacar que el crédito destinado a la industria creció cerca del 15% en relación con el mismo período del año precedente, 9 pp más que un año antes. El dinamismo de la deuda empresarial se reflejó en ascensos en los ratios de endeudamiento y de carga financiera del sector en relación con sus beneficios. Esta misma evolución se observó para la mayoría de las empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral, de modo que el comportamiento favorable de sus resultados no evitó que los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo experimentasen un cierto deterioro, aunque se mantuvieron en niveles moderados.

Por su parte, el volumen de financiación de los hogares registró un ritmo de crecimiento elevado (21%, al cierre del ejercicio), debido, un año más, al incremento de los préstamos para

adquisición de vivienda, cuya tasa de variación interanual se situó por encima del 24% en diciembre. Fruto de esta evolución, los indicadores de presión financiera sobre el sector continuaron deteriorándose. Sin embargo, a pesar del aumento de los pasivos, la revalorización de los inmuebles y de las cotizaciones bursátiles contribuyó a que el patrimonio neto de las familias siguiera avanzando.

1.2 LA POLÍTICA FISCAL

Los Presupuestos Generales del Estado para el año 2005 —los primeros elaborados por el nuevo Gobierno tras el cambio de legislatura— definieron una política fiscal cuya principal orientación fue el mantenimiento de la estabilidad presupuestaria. En este sentido, establecieron un objetivo para el saldo de las operaciones no financieras de las AAPP en 2005 ligeramente excedentario (superávit del 0,1% del PIB), sobre la base de un escenario macroeconómico de cierta recuperación, con un crecimiento estimado del PIB del 2,9% (2,4% en 2004), cifras referidas a la Contabilidad Nacional base 1995 y que resultarían inferiores a las publicadas posteriormente con la nueva base 2000. En cuanto a la composición por agentes, se estimaba que la Administración Central registraría un déficit del 0,5%, la Seguridad Social, un superávit del 0,7%, y las Comunidades Autónomas (CCAA), un pequeño déficit, del 0,1% del PIB. Los Presupuestos proyectaban, asimismo, una nueva reducción de la ratio de deuda respecto al PIB, hasta el 47,7% del PIB al concluir el año, y establecían una dotación para el fondo de reserva de las pensiones de 5.351 millones de euros.

Las políticas de gasto y las medidas que se adoptaron en los Presupuestos Generales del Estado trataban de sustentar las grandes líneas de política económica anunciadas por el Gobierno: el compromiso con la estabilidad y la disciplina presupuestaria, ya mencionado, el impulso de la productividad mediante la inversión en infraestructuras, investigación y educación, y el fortalecimiento de las políticas sociales. En línea con estas orientaciones, los programas de gasto vinculados a cada una de estas políticas registraron en 2005 crecimientos superiores al del PIB nominal. En cuanto a las medidas presupuestarias concretas, hay que destacar, por el lado del gasto, la mejora de la retribución de los funcionarios y el aumento de oferta de empleo público de determinados colectivos, resultado del acuerdo entre la Administración y los sindicatos, la elevación de las pensiones mínimas y la subida de la cuantía de las becas. Por el lado de los ingresos, las modificaciones legislativas fueron de escasa entidad. Entre las que representaron incrementos de recaudación, cabe mencionar la actualización de las bases de cotización y la elevación de ciertas tasas. En relación con el IRPF, se decidió deflactar la tarifa con la inflación prevista, pero no se actualizó el mínimo personal y familiar. Por último, entre las medidas que supusieron una merma de ingresos, hay que destacar la congelación del impuesto sobre hidrocarburos, algunas mejoras en el tratamiento fiscal de las PYMES y la reducción de las cotizaciones aplicables a jóvenes que causasen alta como autónomos.

En el transcurso del año se debatieron diversos aspectos que definen la configuración institucional del sector público español. En este contexto, se aprobaron sendos proyectos de Leyes de estabilidad presupuestaria¹, que incluyen como novedades más importantes la exigencia de alcanzar el objetivo de estabilidad presupuestaria a lo largo del ciclo económico y la extensión al Estado de la obligación de cumplir dicho objetivo, sin que, a estos efectos, pueda compensar su posición con la de la Seguridad Social. También se anunciaron diversas medidas dirigidas a incrementar la transparencia y la eficiencia de las actuaciones de la Administración Pública, aunque todavía no están plenamente en vigor. Así, se establecieron una serie

1. Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 18/2001, de 12 de diciembre, General de Estabilidad Presupuestaria, y Proyecto de Ley Orgánica de reforma de la Ley Orgánica 5/2001, de 13 de diciembre, complementaria de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria.

de mandatos encaminados a agilizar y a simplificar los procedimientos administrativos y se anunció la creación de la Agencia Estatal para la Evaluación de las Políticas Públicas y la Calidad de los Servicios Públicos, cuyo fin será identificar las políticas públicas con mayor incidencia en la productividad y desarrollar una acción regulatoria más eficaz.

Finalmente, en los primeros meses de 2006 se han aprobado el Proyecto de Ley de reforma del IRPF y de modificación parcial del impuesto de sociedades, así como el Proyecto de Ley de promoción de la autonomía personal y atención a las personas en situación de dependencia, ambos en proceso de tramitación parlamentaria, que entrarán en vigor en 2007. En cuanto al IRPF, el Proyecto de Ley propone una disminución del tipo marginal —que pasará a situarse en el 43%— y del número de tramos de la tarifa general, así como un cambio en el tratamiento de las circunstancias personales y familiares. También modifica la tributación del ahorro, proponiendo dar un tratamiento uniforme a todos los rendimientos de capital mobiliario (con la excepción de los Planes de pensiones y de la vivienda) y a las ganancias netas patrimoniales, que pasarán a tributar a un tipo único del 18%, con independencia del período de generación de las rentas. Por su parte, el Proyecto contempla una reducción gradual del tipo impositivo del impuesto de sociedades, que se situará en el 30% en 2011, y una simplificación del régimen de deducciones fiscales. Por último, en cuanto a la dependencia, el Proyecto de Ley correspondiente establece las bases para la implantación —prevista a lo largo de un período de ocho años— y la financiación de una nueva prestación que ofrecerán la Administración Central y las CCAA, de forma coordinada, destinada a dar cobertura a las situaciones de dependencia.

En el momento de elaborar los Presupuestos de 2005, se estimó que el conjunto de actuaciones previsto implicaría un pequeño incremento del gasto primario en proporción del PIB, mientras que las estimaciones del saldo estructural primario, obtenidas a partir de las proyecciones fiscales y macroeconómicas disponibles entonces, apuntaban hacia una orientación de la política fiscal ligeramente expansiva. Sin embargo, los resultados fiscales finalmente obtenidos en 2005 mejoraron sustancialmente los objetivos presupuestarios programados, pues las AAPP cerraron el ejercicio con un superávit del 1,1% del PIB, como consecuencia principalmente del elevado dinamismo de los ingresos impositivos, de forma que la política fiscal adquirió, de hecho, una orientación restrictiva. Ese superávit del 1,1% del PIB representa una mejora de 1,2 pp en relación con el ligero déficit del ejercicio anterior, en un marco de crecimiento superior al previsto (véase cuadro 4.1). La comparación con el año 2004 está, sin embargo, influida por la reordenación del sector ferroviario, que afectó al saldo público de aquel año, por la asunción por el Estado de la deuda de RENFE y de la propiedad de parte de sus activos. Si descontáramos este efecto, de naturaleza transitoria, la mejora en 2005 habría sido de 6 décimas de PIB —o de 4 décimas, si la comparación se realizara entre saldos primarios—. La deuda pública continuó reduciendo su peso en el PIB, hasta situarse en el 43,4%, también por debajo de lo previsto, lo que contrasta con la ratio observada en el conjunto de la zona del euro (70,8% del PIB), donde ha registrado, además, una trayectoria ascendente en los últimos años.

Por subsectores, destaca el superávit alcanzado por el Estado y sus organismos (0,4% del PIB), que no solo refleja una fuerte mejora con respecto al año anterior, sino que recoge un cambio de signo en el saldo. La Seguridad Social, por su parte, obtuvo, como en años anteriores, un superávit sustancial (del 1,1% del PIB), mayor que el estimado inicialmente, lo que permitió aumentar el Fondo de Reserva más de lo previsto, hasta un saldo al final de 2005 del 3,1% del PIB. Las CCAA cerraron el año con un ligero déficit (0,2% del PIB), a pesar del pago recibido del Estado para hacer frente a las desviaciones en su gasto sanitario, frente al equilibrio que habían experimentado en 2004, aunque este, a su vez, fue posible gracias al pago a

Porcentajes del PIB				
	2002	2003	2004	2005
1 Recursos no financieros	38,7	38,6	39,1	39,8
Recursos corrientes	38,0	38,0	38,3	39,2
<i>Impuestos sobre producción e importación</i>	11,2	11,5	11,9	12,2
<i>Impuestos sobre renta y patrimonio</i>	10,4	10,1	10,2	11,0
<i>Cotizaciones sociales</i>	13,0	13,0	13,0	13,0
<i>Otros recursos corrientes (a)</i>	3,4	3,3	3,1	3,1
Recursos de capital	0,7	0,7	0,8	0,7
2 Empleos no financieros (b)	39,0	38,7	39,2	38,7
Empleos corrientes	34,1	34,0	34,1	33,8
<i>Consumo final</i>	17,2	17,4	17,8	17,8
<i>Prestaciones sociales (no en especie)</i>	11,8	11,7	11,7	11,6
<i>Intereses (b)</i>	2,7	2,4	2,0	1,8
<i>Subvenciones</i>	1,1	1,0	1,0	1,0
<i>Otras transferencias</i>	1,4	1,5	1,5	1,6
Empleos de capital	4,9	4,7	5,1	4,9
<i>Formación bruta de capital (c)</i>	3,6	3,5	3,4	3,6
<i>Otros empleos de capital</i>	1,3	1,1	1,7	1,3
3 Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (b) (3 = 1 - 2)	-0,3	0,0	-0,1	1,1
PRO MEMORIA:				
Saldo total neto del efecto RENFE	-0,3	0,0	0,5	1,1
Saldo primario	2,4	2,3	1,9	2,9
Deuda bruta (b)	52,7	49,1	46,6	43,4

FUENTES: INE, 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.

la Comunidad Autónoma de Andalucía de la liquidación definitiva del sistema de financiación del período 1997-2000. Por su parte, las Corporaciones Locales presentaron un ligero déficit, lo que implica un empeoramiento respecto a 2004.

Por componentes, la mejora del saldo de las AAPP en 2005 tuvo su origen, por un lado, en el crecimiento de los ingresos tributarios, que aumentaron su peso sobre el PIB en 1 pp, siguiendo su tónica de ascenso iniciada en 2001. Por otro lado, la reducción de 0,2 pp en el peso de los gastos de capital, como consecuencia del efecto la reordenación ferroviaria, y la nueva caída de los pagos por intereses, que redujeron su peso en la misma cuantía, hasta situarse en el 1,8% del PIB, también contribuyeron a este resultado (véase cuadro 4.1).

El aumento del peso de los ingresos tributarios en el PIB en el año 2005 se puede atribuir casi en su totalidad al dinamismo en la recaudación de los impuestos sobre la renta y el patrimonio, que crecieron un 16% con respecto al año anterior, y al mantenimiento de elevadas tasas de crecimiento en los impuestos sobre la producción y las importaciones (10,4%). La participación de los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio en los ingresos fiscales aumentó significativamente, desde un 26,4% en 2004 a un 28,7% en 2005. Sus dos principales figuras impositivas han presentado una evolución relativamente similar, con un crecimiento mayor que el registrado en 2004. Por una parte, se produjeron fuertes aumentos en los impuestos pagados por las empresas, en consonancia con la evolución observada en los

beneficios, lo que comportó un aumento de 0,5 pp en el peso de este impuesto en relación con el PIB, que se añade a los 0,4 pp de incremento acumulado desde 2000. Por otra, la recaudación por IRPF tuvo un crecimiento considerable, en torno al 12% —que contrasta con el reducido crecimiento del año anterior—, con un aumento de 0,3 pp en su peso en relación con el PIB. Las retenciones sobre rendimientos de capital se incrementaron de forma muy notable este año, contribuyendo de forma significativa a la evolución de la recaudación procedente del impuesto sobre la renta. Por su parte, los crecimientos de los precios de la vivienda parecen haber tenido una contribución destacable en la evolución de los impuestos sobre la producción e importaciones, a tenor de los elevados aumentos en la recaudación del IVA y del impuesto sobre transmisiones patrimoniales, si bien la fortaleza del consumo también explica parte de esos notables avances.

Los ingresos por cotizaciones sociales crecieron algo por debajo del PIB (7,4%) debido a la contención en los salarios y a pesar del aumento en el número de afiliados (4%), que siguió creciendo por encima de lo que lo hizo la ocupación, impulsado por el proceso de regularización de inmigrantes, que añadió más de medio millón de afiliaciones a la Seguridad Social. Sin embargo, la concentración de la regularización en el régimen de empleados del hogar (33% del total) y en el sector agrario (14%), con tipos y bases de cotización muy inferiores a los que rigen en el régimen general, supuso que este proceso tuviera un impacto relativamente reducido sobre la recaudación total por cotizaciones sociales, que se estima por debajo del 2%. Por ello, el peso de estos ingresos en el PIB se mantuvo en el 13%. En el pasado ejercicio se produjo una caída de los ingresos de capital, a pesar del considerable aumento en los impuestos de esta naturaleza, que se explica por la disminución de las transferencias de capital procedentes de la UE.

El crecimiento de los empleos no financieros en 2005 estuvo determinado, especialmente, por el impacto sobre las cuentas del año 2004 de la reordenación del sector ferroviario, que dio lugar a una elevada magnitud de transferencias de capital en ese año, y por el fuerte aumento de la inversión pública. El dinamismo de esta última partida ha situado el peso de la inversión en el PIB en el 3,6% en 2005, dos décimas por encima de lo observado el año anterior, como se recoge en el cuadro 4.1. Por su parte, el consumo final del sector mantuvo su participación en el PIB en el 17,8%, su máximo histórico. Las prestaciones sociales se ralentizaron significativamente, lo que condujo a una caída de su peso en el PIB hasta el 11,6%. Esa evolución fue producto, principalmente, del impacto que sobre las cuentas del año 2004 tuvo la mejora de las pensiones mínimas y de viudedad, aprobada aquel año, de la desaceleración del gasto destinado a prestaciones por desempleo, y de una desviación sobre la inflación prevista inferior a la de 2004. Estos elementos compensaron la actuación expansiva de otros factores, como el incremento en el número de pensiones contributivas, que en el conjunto del año 2005 fue ligeramente superior al registrado el año anterior. La evolución de las prestaciones por desempleo obedeció a la caída del paro registrado, pues la tasa de cobertura neta aumentó hasta el 61%. Por último, mientras que las subvenciones crecieron ligeramente por debajo del PIB nominal, manteniendo su peso sobre esta variable en el 1%, los menores pagos de intereses llevaron a que la reducción acumulada desde principios de la década de esta partida del gasto fuera de 1,4 pp del PIB.

En resumen, la mejora en el saldo de las AAPP que se observó en 2005 se debió principalmente al considerable aumento de la recaudación impositiva y también a la reducción en la ratio de gastos primarios, pese a que el consumo público siguió mostrando elevadas tasas de crecimiento y mantuvo su peso en el PIB. Como se comentó anteriormente, el indicador de impulso fiscal primario señala que la política fiscal tuvo una orientación contractiva en 2005, adicional a la ya experimentada en 2004 (calculado una vez descontado el efecto de RENFE). Las AAPP continuaron, un año más, cumpliendo con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento,

satisfaciendo, asimismo, el criterio operativo utilizado en la valoración del nivel de cumplimiento, consistente en que el saldo presupuestario ajustado de ciclo se sitúe próximo a cero o en superávit. Por último, la Administración Central cumplió con los requisitos de la Ley de Estabilidad Presupuestaria, tanto en términos de saldo como de volumen de gasto, y también la Seguridad Social mantuvo su grado de cumplimiento; por su parte, las Administraciones Territoriales incurrieron en déficits, que, de acuerdo con lo establecido en esa Ley, deberían ser corregidos en los próximos ejercicios.

1.3 LAS OTRAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

En el ámbito del mercado de trabajo, en 2005 se mantuvieron los incentivos ya existentes, dirigidos a fomentar el empleo estable y el incremento de la ocupación y de la participación de los colectivos que presentan mayores tasas de desempleo y menores tasas de actividad, respectivamente. Estos incentivos consisten, básicamente, en un amplio conjunto de bonificaciones a las cotizaciones de la Seguridad Social y en la existencia del contrato de fomento del empleo estable, que fue introducido en 1997 y comporta costes de despido inferiores a los de los contratos ordinarios.

En 2005, el salario mínimo interprofesional se incrementó un 5,5%, dentro de un proceso cuyo objetivo es que ese salario alcance la cota de 600 euros mensuales en 2008. En relación con el sistema de negociación salarial no se produjeron cambios. Las líneas básicas de la negociación colectiva vinieron definidas, como en los últimos años, por la firma de un Acuerdo Interconfederal de Negociación Colectiva que fijó como base un crecimiento salarial del 2%, acorde con la referencia establecida por el Gobierno, al que se puede añadir un incremento adicional, determinado por el avance previsto de la productividad. La incorporación de cláusulas de revisión salarial ante desviaciones de la inflación siguió siendo bastante generalizada.

En el ámbito de la mesa de diálogo social, el Gobierno y los agentes sociales continuaron debatiendo algunas posibles reformas en el mercado de trabajo —distintas de las que pudieran afectar a la negociación colectiva— y en la Seguridad Social. Las negociaciones concluyeron con la firma de un Acuerdo el 9 de mayo de este año, que contiene diversas medidas orientadas principalmente a frenar la extensión de la contratación temporal, mediante el establecimiento de límites al encadenamiento de contratos temporales, y al fomento de la contratación indefinida, mediante la revisión de algunos de los incentivos a la misma. En este terreno, se simplifica el régimen de bonificaciones, que pasan a ser lineales y aplicables durante un período de cuatro años, y se prorroga el plazo para la conversión de los contratos temporales en contratos estables de fomento del empleo, aunque no se amplía el colectivo de trabajadores que pueden acceder a este tipo de contrato indefinido con menor indemnización por despido. Por último, durante 2005 se puso en marcha un procedimiento extraordinario de regularización de trabajadores extranjeros que se encontraban en España en situación ilegal, que, como se verá más adelante, tuvo un impacto significativo sobre el número de afiliados a la Seguridad Social.

En relación con los mercados de bienes y servicios, el 1 de marzo de 2005 el Gobierno anunció un conjunto de medidas, agrupadas en el primer paquete del Plan de Dinamización de la Economía y de Impulso a la Productividad. Este Plan comprendía una serie de actuaciones dirigidas a un número amplio de sectores² (telecomunicaciones, sociedad de la información,

2. Estas actuaciones se agruparon en cinco iniciativas legales, que se fueron poniendo en marcha a lo largo del año: Real Decreto-Ley 5/ 2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública; Resolución de 1 de abril de 2005, por la que se dispone la publicación del Acuerdo del Consejo de Ministros, de 25 de febrero de 2005, por el que se adoptan mandatos para poner en marcha medidas de impulso a la productividad; Ley 23/ 2005, de 18 de noviembre, de reformas en materia tributaria para el impulso a la productividad; Ley 24/ 2005, del 18 de noviembre, de reformas para el impulso a la productividad, y Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras.

energía, transporte, servicios postales, vivienda de alquiler, mercados financieros, sector público, marco regulatorio y tributario), que se agruparon en cinco iniciativas legales, con objeto de ponerlas en marcha a lo largo del año, lo que se ha hecho en un porcentaje elevado. De todas ellas, cabe destacar las que tenían como finalidad incrementar el nivel de competencia e introducir mejoras de eficiencia en los sectores energéticos.

Por su parte, la política de vivienda ha registrado un cambio de orientación, encaminado, por un lado, a aumentar el peso de la vivienda protegida y, por otro, a fomentar el mercado de alquileres, si bien las actuaciones adoptadas en este segundo caso parecen haber sido, por el momento, poco efectivas. Además, a lo largo del verano de 2005 se aprobaron sendos planes de fomento de la innovación y de uso de las TIC, que fijan objetivos más ambiciosos que los programas anteriores, orientados a corregir de manera significativa el déficit que en estas materias presenta la economía española. Las diversas iniciativas legislativas adoptadas a lo largo del año quedaron recogidas en el Programa Nacional de Reformas de España, que el Gobierno presentó el 1 de octubre ante la Comisión Europea, atendiendo a los compromisos suscritos en el contexto de la revisión de la Agenda de Lisboa. Este Plan delimita un marco global de actuación para la política económica del Gobierno, proporcionando, así, la pieza central en torno a la que esta se articula. El recuadro 1.4 de este Informe proporciona una visión más detallada del PNR.

2 La demanda

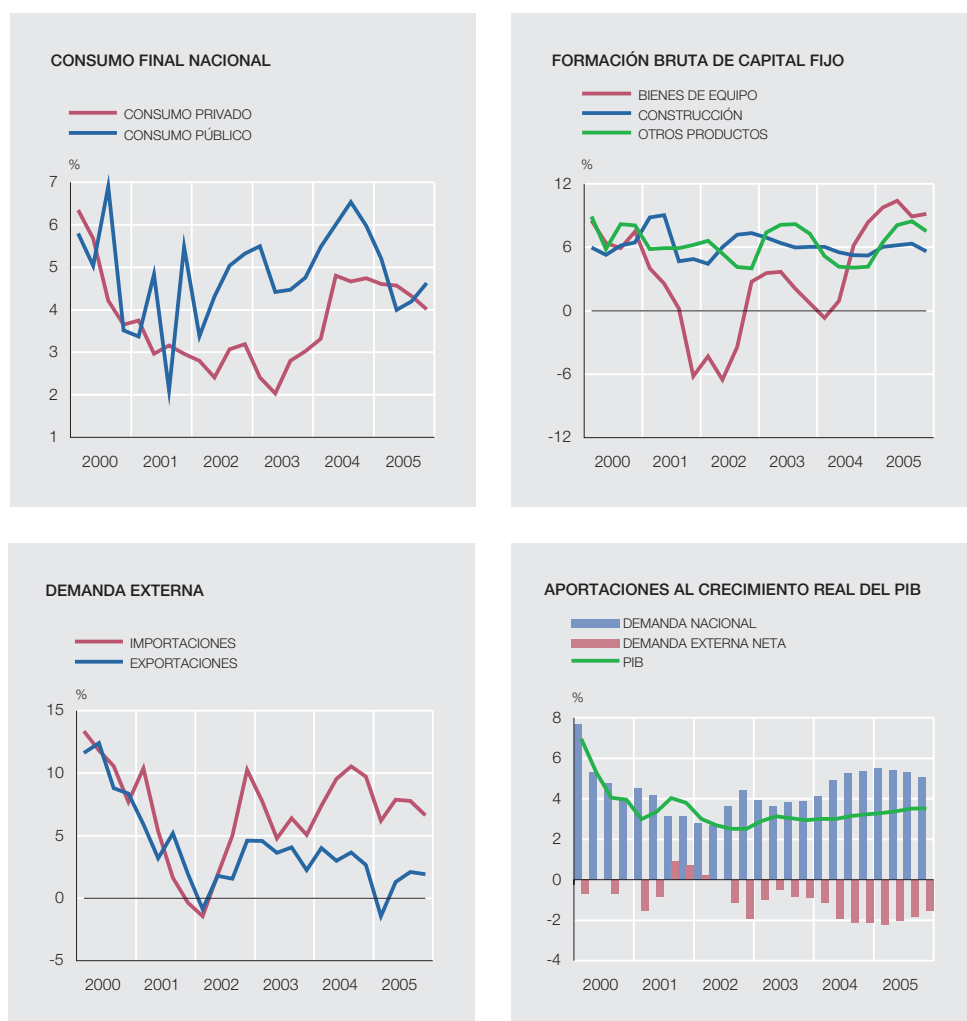
2.1 LA DEMANDA NACIONAL

Como se ha descrito en el epígrafe anterior, el tono de las políticas macroeconómicas programadas en 2005 continuó siendo favorable para el crecimiento de la demanda nacional, que mostró un fuerte dinamismo, con una tasa de expansión del 5,1%, tres décimas por encima del valor registrado en 2004. Esta aceleración fue compatible con una cierta recomposición en favor de la formación bruta de capital, que elevó su crecimiento 2 pp, hasta el 6,9%, y en detrimento del consumo público, que se ralentizó, aun manteniendo tasas muy elevadas, mientras que el consumo privado siguió expandiéndose a la misma tasa que el año anterior. Con todo, el perfil de la demanda nacional a lo largo de 2005 se caracterizó por una ligera desaceleración, a la que contribuyeron casi todos sus componentes (véase gráfico 4.2).

El consumo final de los hogares creció un 4,4% en 2005, con un perfil de ligera desaceleración a lo largo del año. Tanto el consumo duradero como el no duradero registraron tasas de crecimiento bastante homogéneas, que fueron resultado, sin embargo, de tendencias distintas (véase cuadro 4.2). Así, el consumo no duradero mantuvo en 2005 la senda de aceleración que había iniciado el año anterior, mientras que el duradero se ralentizó, de forma más intensa en el caso de los automóviles.

Entre los factores que contribuyeron a sostener el avance del consumo en 2005 cabe citar, en primer lugar, la renta disponible, que creció por encima del 3%, en términos reales, en línea con su evolución en los últimos años, a pesar de la aceleración de los precios de consumo (véase gráfico 4.3). El excedente de los empresarios individuales, por su parte, volvió a crecer a un ritmo elevado en 2005, mientras que las rentas salariales, aunque se beneficiaron del comportamiento favorable que siguió manifestando el empleo, redujeron ligeramente su contribución a la expansión de la renta disponible real, debido al crecimiento más moderado de la remuneración por ocupado.

Como se ha señalado en el primer epígrafe, los tipos de interés bancarios se mantuvieron relativamente estables en 2005. El aumento de la tasa de inflación hizo, por tanto, que disminuyeran los tipos reales, lo que impulsó, un año más, el dinamismo del consumo. No obstante, el aumento del endeudamiento de los hogares condujo nuevamente a una contribución negativa de los pagos netos por intereses al crecimiento de la renta disponible.



FUENTE: INE.

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

Por su parte, la evolución del patrimonio neto de los hogares en 2005 ejerció una notable influencia expansiva sobre el consumo, debido a la revalorización de la riqueza acumulada en los últimos años (véase gráfico 4.3). No obstante, el crecimiento algo más moderado de la riqueza inmobiliaria durante el pasado año, como consecuencia de la desaceleración del precio de la vivienda, y el menor incremento de la riqueza financiera neta favorecieron la moderada desaceleración del gasto de los consumidores que se produjo en ese año. En el mismo sentido habrían operado el ligero descenso de la confianza de los consumidores, en la segunda mitad de 2005, y un cierto empeoramiento de la percepción de los hogares sobre la posibilidad de ahorrar en el futuro, que estarían sugiriendo una disminución de sus expectativas de renta. En cualquier caso, aunque la riqueza total del sector experimentó un menor incremento en 2005 que en años anteriores, siguió sustentando un crecimiento del consumo por encima del de la renta, lo que dio lugar a una nueva reducción de la tasa de ahorro, que es también coherente con el bajo nivel de los tipos de interés reales.

La inversión interna residencial realizada por las familias continuó creciendo a un ritmo elevado en 2005, cercano al 6% registrado en 2004, gracias al dinamismo de la renta real y la riqueza (véase cuadro 4.2). En cambio, se estima que el coste de uso —que incorpora el efecto de los

	% PIB (a)		TASAS DE VARIACIÓN (b)					
	2000	2005	2000	2001	2002	2003	2004	2005
HOGARES E ISFLSH								
Gasto en consumo final	59,7	57,7	5,0	3,2	2,9	2,6	4,4	4,4
<i>Consumo duradero</i>	6,3	5,6	1,1	1,8	-2,5	6,5	9,2	5,1
<i>Consumo no duradero</i>	53,0	51,7	5,3	3,4	3,5	2,2	3,8	4,3
Inversión interna residencial (c)	7,7	11,0	10,3	6,0	6,9	9,4	6,0	6,0
EMPRESAS								
Inversión productiva privada (d)	15,0	14,8	7,7	2,6	-0,2	3,3	5,8	8,1
<i>Construcción y otros productos</i>	6,1	7,1	10,6	6,0	3,4	3,2	10,2	5,5
<i>Equipo y otros productos</i>	8,9	7,7	7,1	0,3	-3,1	3,0	2,2	10,5
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS								
Gasto en consumo final	17,2	17,8	5,3	3,9	4,5	4,8	6,0	4,5
Formación bruta de capital fijo	3,2	3,6	-5,7	10,3	10,3	5,0	-1,5	6,8
<i>Construcción y otros productos</i>	2,3	2,6	-10,8	11,5	10,8	3,7	-5,7	7,5
<i>Equipo y otros productos</i>	0,9	1,0	10,7	7,0	8,7	8,9	10,9	4,8
PRO MEMORIA								
Formación bruta de capital fijo	25,8	29,4	6,6	4,5	3,3	5,5	4,9	7,2
<i>Equipo</i>	8,1	7,0	7,1	0,1	-2,9	2,5	3,7	9,5
<i>Construcción</i>	13,3	17,1	6,0	6,8	6,2	6,3	5,5	6,0
<i>Otros productos</i>	4,4	5,2	7,7	6,0	5,0	7,7	4,4	7,6

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.

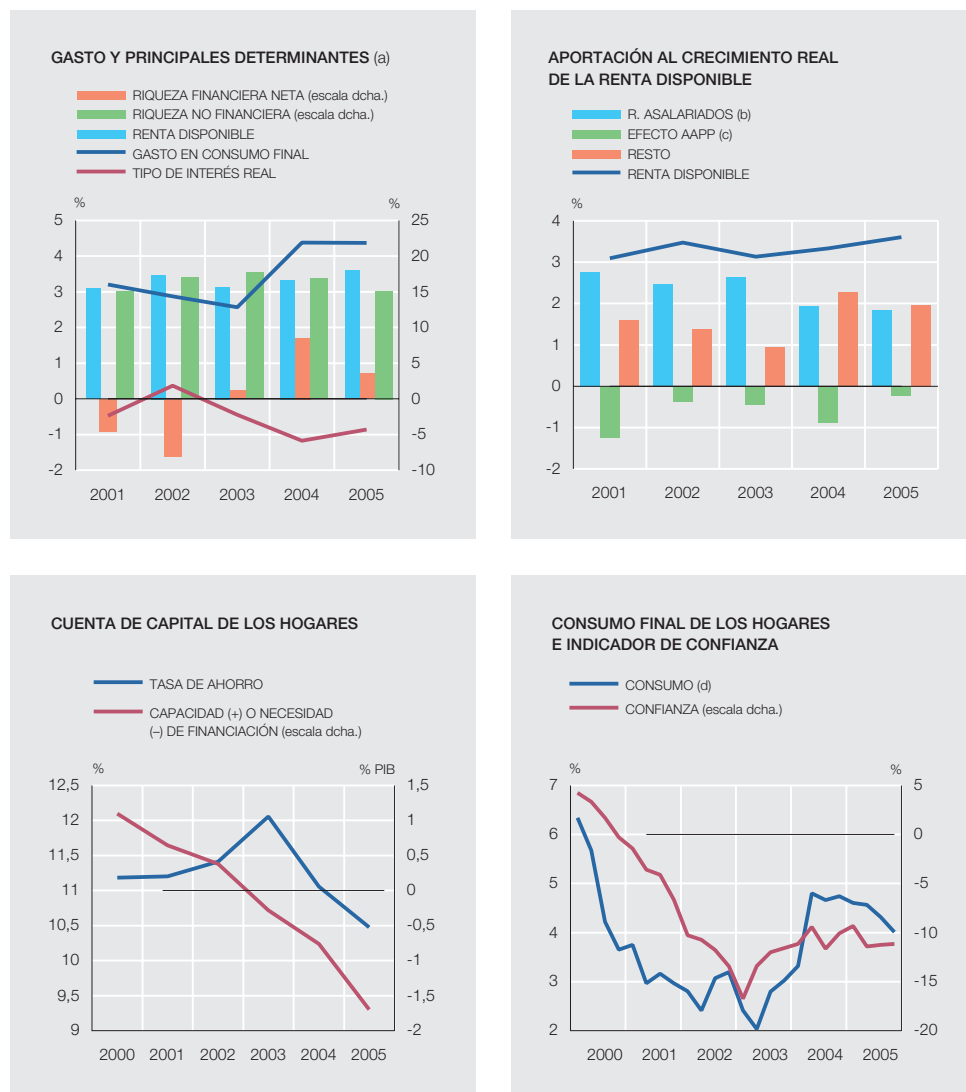
c. No incluye la inversión realizada por los empresarios autónomos.

d. Incluye la inversión realizada por los empresarios autónomos.

tipos de interés y las expectativas de revalorización de los activos reales— aumentó y pudo contribuir a moderar la demanda de vivienda, ya que es probable que la revalorización esperada haya sido sensible a las señales de desaceleración de los precios inmobiliarios. A pesar del menor crecimiento de los precios en este mercado, el esfuerzo estimado para adquirir una vivienda siguió aumentando, tal como señala el indicador que aproxima el porcentaje de la renta disponible que un hogar tipo debe destinar a la compra de una vivienda, a los precios y tipos de interés actuales (véase gráfico 4.4).

Los factores demográficos han contribuido a impulsar la demanda de vivienda principal en los últimos años. La creación de nuevos hogares presenta un perfil creciente desde 1997, como consecuencia de la llegada a la edad adulta de las generaciones de los años sesenta y principios de los setenta, período de fuerte expansión de la natalidad, y de la reducción del tamaño medio de los hogares, debido tanto al envejecimiento de la población como a otros cambios sociológicos con incidencia en los modelos tradicionales de formación de hogares. El rápido crecimiento de la población inmigrante ha constituido un factor adicional de creación de nuevos hogares, si bien su incidencia directa sobre la adquisición de vivienda es probablemente todavía reducida.

La demanda de activos inmobiliarios como forma de colocación de riqueza siguió estando impulsada por la atractiva rentabilidad que continuó proporcionando la inversión en estos activos reales en 2005, en comparación con otras colocaciones alternativas. El hecho de que la revalorización media de la bolsa se haya situado, en los tres últimos años, en valores de un orden de magnitud parecido al de la vivienda ha debido de contribuir, no obstante, a moderar ese incen-



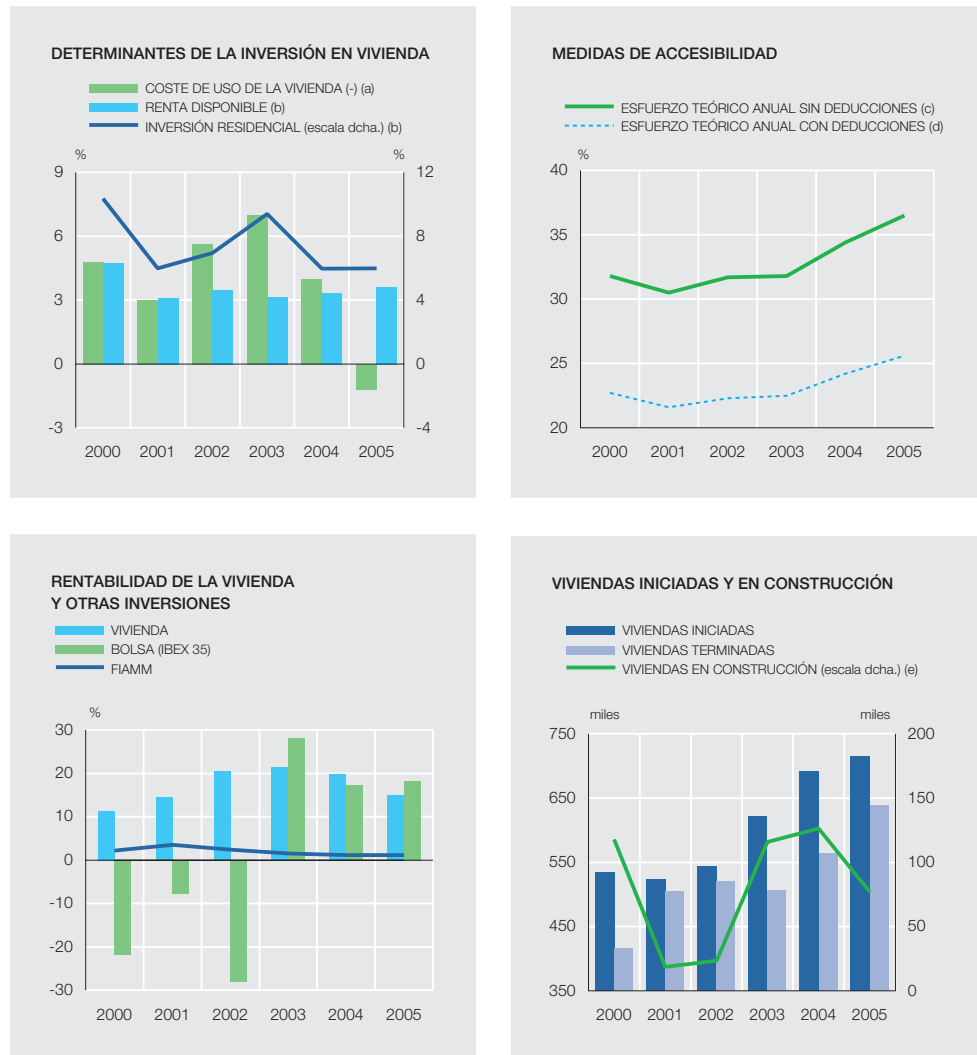
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Tasas de variación real. En el caso del tipo de interés se presenta su variación.
- b. Remuneración de asalariados, en términos brutos.
- c. Incluye prestaciones sociales, cotizaciones sociales e impuestos sobre renta y patrimonio.
- d. Tasa de crecimiento interanual sobre la serie ajustada de estacionalidad del índice de volumen del gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH.

tivo (véase gráfico 4.4). Por último, un segmento importante de la demanda de vivienda, que procede de los no residentes, continuó frenando su avance, según se desprende del descenso que experimentaron los flujos netos para adquisición de inmuebles en España en 2005.

Frente a este empuje de la demanda de inversión residencial, el parque de viviendas siguió aumentando rápidamente en 2005, como indica la información sobre viviendas iniciadas y terminadas (véase gráfico 4.4), contribuyendo, con ello, a mitigar los efectos derivados de la presión de la demanda sobre los precios.

En conjunto, la demanda ejercida por los hogares, tanto en bienes y servicios de consumo como en inversión residencial, mantuvo un tono robusto en 2005, con ritmos de crecimiento muy similares a los del año anterior. Este comportamiento se tradujo no solo en un descenso de la tasa de ahorro, como ya se ha señalado, sino también en una ampliación adicional de la



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

- a. Variación en términos reales y cambiada de signo.
- b. Tasas de variación en términos reales.
- c. Estimación del importe bruto de la cuota que se ha de pagar para la adquisición de una vivienda tipo en porcentaje de la renta anual disponible del hogar.
- d. Ídem neto de deducciones fiscales.
- e. Variación anual: viviendas iniciadas menos viviendas terminadas.

brecha entre el ahorro y la inversión del sector, cuya necesidad de financiación se incrementó de nuevo, de forma que las familias, que, históricamente, han sido un sector proveedor de fondos al resto de la economía, contribuyeron, un año más, a aumentar las necesidades de financiación de la nación.

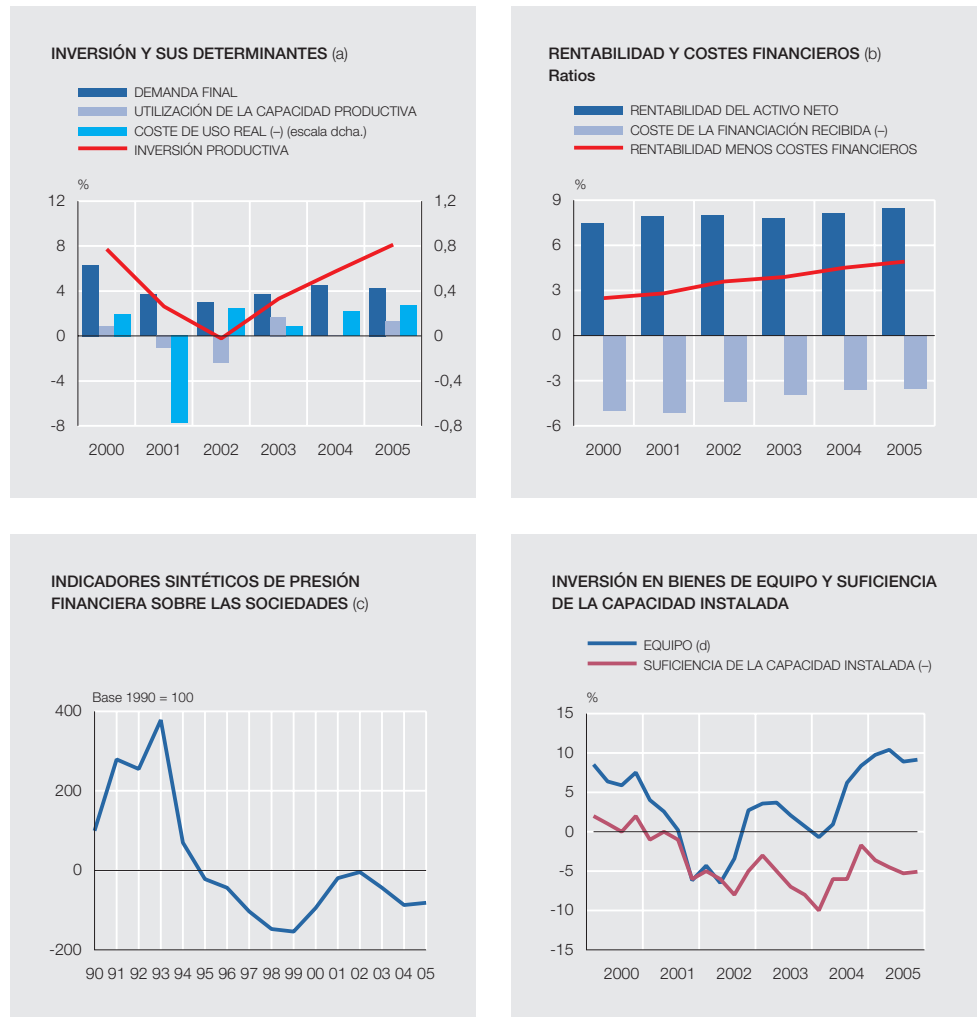
Por lo que se refiere a la demanda ejercida por las AAPP, el gasto en consumo final en 2005 creció un 4,5%, en términos reales, por debajo del 6% con el que se cerró el año anterior, aunque representa una tasa muy elevada, superior al ritmo de expansión del PIB (véase cuadro 4.2). En términos nominales, se observó asimismo una desaceleración del consumo, desde el 9,5%, en 2004, al 8,1%, en 2005. Por componentes, la remuneración de asalariados creció un 6,6%, frente al 7,1% del año anterior, a pesar de que los indicadores mostraron un intenso ritmo de creación de empleo público, mientras que las compras de bienes y servicios se ralentizaron de forma más significativa.

En cuanto a la inversión pública, se estima que creció un 6,8% en términos reales en 2005, lo que supone una aceleración respecto al año 2004. Esta cifra está afectada, además, por la reorganización del sector ferroviario que se llevó a cabo en 2004, mencionada anteriormente, que supuso la asunción por parte del Estado de la red ferroviaria convencional y de la inversión a ella asociada. Si se corrige de este efecto, la tasa de variación de la inversión de las AAPP en 2005 pasaría a ser del 13,7%. En línea con este crecimiento, la licitación oficial mostró un gran dinamismo en 2005, basado en el incremento de la licitación realizada por las AAPP; por el contrario, la licitación del conjunto de empresas públicas del grupo Fomento —cuya inversión no se contabiliza como inversión pública, sino privada— disminuyó, reflejo del menor volumen de obra licitada por AENA, Puertos del Estado y por RENFE-Operadora. Cabe destacar, en sentido contrario, el significativo volumen de obra licitada por el ADIF. La inversión en ferrocarril es, de hecho, la principal actuación contemplada en el Plan Estratégico de Infraestructuras y Transportes (PEIT), aprobado por el Consejo de Ministros de 15 de julio de 2005. El PEIT contempla un programa de inversiones en infraestructuras para un dilatado período, 2005-2020, con un presupuesto total estimado en 250.000 millones de euros. Casi la mitad de estas actuaciones se centran en desarrollos ferroviarios, mientras que la inversión en carreteras representa el 27% del total. En ambos casos se prevé que estas actuaciones se financien en más de un 75% por vía presupuestaria.

Se estima que en el conjunto del año 2005 la formación bruta de capital fijo realizada por las empresas registró un aumento del 8,1%, superando en más de 2 pp la tasa registrada el año precedente (véase gráfico 4.5). El gran dinamismo de la inversión empresarial se tradujo en un elevado crecimiento en la inversión en bienes de equipo, por encima del 10%, que consolidó a lo largo de 2005 la recuperación iniciada en el segundo semestre del año anterior. La inversión en construcción realizada por las empresas creció un 5,5% en media anual, si bien su ritmo de avance se moderó apreciablemente en comparación con 2004, como consecuencia, entre otros factores, del menor dinamismo de los proyectos de construcción de algunas empresas públicas, que se ha comentado. En definitiva, la pujanza de la inversión empresarial en el conjunto de 2005 residió, por vez primera en varios años, en el componente de bienes de equipo, en contraste con lo ocurrido en años anteriores, en los que el avance de la inversión empresarial se apoyaba fundamentalmente en la construcción. Dentro de los bienes de equipo, aquellos que están asociados con la actividad constructora registraron tasas de crecimiento elevadas (como lo muestran los datos de producción e importación), así como la maquinaria, en general, cuyas importaciones se incrementaron un 11%, en términos nominales.

Al gran dinamismo de la inversión productiva en 2005 contribuyó la evolución de sus principales determinantes en los últimos años (véase gráfico 4.5). En el conjunto de 2005, la demanda final registró un avance del 4,3%, conservando en buena medida el fuerte dinamismo alcanzado en 2004. Además, el perfil ascendente de la demanda final en los tres primeros trimestres del año, como consecuencia de la recuperación de las exportaciones, impulsó el nivel de la utilización de la capacidad productiva instalada sustancialmente por encima de su media histórica. Por otra parte, el coste de uso del capital, en términos reales, experimentó un recorte por cuarto año consecutivo, que reflejó el descenso en los tipos de interés reales, en un contexto de condiciones financieras holgadas, que apenas se vio afectado por los ligeros aumentos de los tipos de interés que tuvieron lugar a partir del mes de octubre.

Los datos correspondientes a la Central de Balances Trimestral mostraron una cierta ralentización de los resultados empresariales en 2005, que se plasmó en un crecimiento del resultado ordinario neto del 12,5% para el conjunto del año, por debajo del 17,7% observado en 2004, a pesar de lo cual la rentabilidad del activo neto se incrementó hasta el 9,5%, cifra superior a la registrada en los dos años anteriores. Sin embargo, el incremento del endeuda-



FUENTES: INE, Comisión Europea y Banco de España.

- a. Tasas de variación real y variaciones del grado de utilización de la capacidad productiva instalada y del coste de uso real de la inversión (cambiada de signo).
- b. Datos obtenidos de la CBA hasta 2004 y de la CBT para 2005.
- c. Es la media agregada ponderada por el stock de capital, con base 100 en 1990. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la de referencia.
- d. Tasas de variación interanual de la serie ajustada de estacionalidad del índice de volumen de la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo.

miento supuso que el indicador sintético de presión financiera sobre la inversión mostrara un ligero deterioro. De acuerdo con la información correspondiente a las Cuentas no Financieras de los Sectores Institucionales, el avance de la inversión empresarial en 2005 se tradujo en un aumento de las necesidades de financiación de las sociedades no financieras hasta el 6,8% del PIB. También la brecha de financiación —variable que mide los recursos netos necesarios para acometer la inversión de las empresas— se fue ampliando a lo largo del año, hasta situarse en el 11,2% del PIB.

2.2 LA DEMANDA EXTERIOR

De acuerdo con los datos de la Contabilidad Nacional, en 2005 las exportaciones reales de bienes y servicios se desaceleraron hasta el 1%, desde el 3,3% registrado en 2004. Esta pérdida de dinamismo fue consecuencia de comportamientos contrapuestos de las exportaciones de bienes, que se frenaron notablemente respecto al año precedente, y de las de servicios, que cerraron el año con un avance sensiblemente superior al del año anterior. La menor pujanza de las exportaciones se produjo en un contexto externo caracterizado por una



FUENTES: FMI, OCDE, INE y Banco de España.

- a. Tasas interanuales de variación real.
- b. Deflactor de las exportaciones españolas en relación con los precios de exportación del resto del mundo, corregidos por el tipo de cambio.
- c. Los valores positivos indican una pérdida de competitividad de las exportaciones, importaciones y sector turístico español, respectivamente, y los negativos una ganancia.
- d. Media del PIB de los países de procedencia del turismo español, ponderados según la importancia relativa del número de visitantes.
- e. Tipo de cambio efectivo real, medido con precios de consumo, frente a la OCDE.
- f. Inversa del índice de precios industriales en relación con el deflactor de las importaciones españolas.
- g. Aportaciones al crecimiento.

desaceleración moderada del comercio mundial y por la estabilidad del tipo de cambio del euro, en el promedio del año.

El tono más débil de la demanda exterior en 2005, que interrumpió la recuperación que venía mostrando desde 2003 (véase gráfico 4.6), tuvo su origen en una ralentización de la actividad que afectó a la gran mayoría de las zonas geográficas, aunque fue más acusada en los países desarrollados no pertenecientes al área del euro. En sentido contrario, se observó una moderada aceleración de la demanda en los países productores de petróleo —acorde con la evolución de su renta— y en los países de América Latina. Como resultado de todo ello, el avance del comercio mundial de bienes y servicios en 2005 se situó en un 7,4%, en términos reales, tras el 9,5% registrado en 2004. Además, el crecimiento de los mercados de exporta-

ción de España fue más moderado que el del comercio mundial (un 5,8%), debido a su patrón de especialización geográfica, pues más de dos tercios de las ventas totales se dirigen a los mercados de la UE, y estos, de nuevo, mostraron un dinamismo inferior al promedio del comercio mundial.

En cuanto a la evolución de la competitividad de la economía española, que se analiza con detalle en el epígrafe 6 de este capítulo, en el año 2005 continuó la tendencia al deterioro que se había venido observando en los años precedentes, debido al mayor incremento de los precios relativos. En particular, los precios de exportación se aceleraron de forma considerable, con lo que, a pesar de la estabilidad del tipo de cambio, la competitividad de las exportaciones españolas se redujo en una medida similar a la de años anteriores.

El empeoramiento de la competitividad precio y la desaceleración de la demanda exterior afectaron de manera negativa a las ventas de España en el exterior. De hecho, de acuerdo con la Contabilidad Nacional, las exportaciones de bienes se contrajeron un 0,4% en volumen, en 2005, a pesar del avance de los mercados de exportación. Según la información proporcionada por la Dirección General de Aduanas, las ventas dirigidas a los países de la UE se redujeron un 1,7% en volumen³, en contraste con el avance del 3,4% que mostraron en 2004; por países, destacó la notable moderación de las ventas, en términos nominales, a Portugal, Francia y, en menor medida, a Alemania; las ventas al Reino Unido y a Italia se redujeron. Las exportaciones fuera de la UE también se desaceleraron de manera muy notable, desde el 10% hasta el 4,2%, a pesar del dinamismo de las ventas dirigidas a otros países europeos, las economías asiáticas, los países de la OPEP y, en menor medida, América Latina. En particular, las exportaciones de bienes a China aumentaron, en términos nominales, a una tasa de casi el 30%, mientras que las destinadas a países del centro y del este de Europa se incrementaron un 55%.

En las ramas manufactureras, al igual que ocurrió en 2004, las de intensidad tecnológica media-baja fueron las que registraron un mayor avance en términos nominales (14,7%), a lo que contribuyó el incremento de las exportaciones de productos petrolíferos, que se vio influido por la evolución alcista de la cotización del crudo. El comportamiento en las ramas de intensidad tecnológica alta fue mucho más moderado, aunque también más dinámico que el promedio, destacando el impulso de los productos farmacéuticos. Entre las ramas de intensidad tecnológica media-alta, la evolución de las ventas de maquinaria y material eléctrico, y de material ferroviario y otro equipo de transporte fue positiva. Sin embargo, las exportaciones de vehículos de motor, que suponen casi una cuarta parte de las exportaciones españolas de manufacturas, se contrajeron un 3,2%, de forma que en el año 2005 se registró por primera vez un déficit en el comercio de estos productos. Por último, en los sectores de intensidad tecnológica baja, las exportaciones crecieron a un ritmo muy modesto, un 1,9%, afectadas por la creciente competencia de los países del centro y del este de Europa y, especialmente, de las economías asiáticas. En el recuadro 4.1 se analiza con detalle la descomposición por sectores del déficit comercial.

Las exportaciones de servicios se aceleraron en 2005 hasta el 4%, tras crecer un 1,2% el año anterior, alcanzando su mayor ritmo de avance desde 2001. Esta evolución fue resultado de la mayor pujanza de los ingresos reales por turismo, que crecieron un 1,9%, tras su ligera contracción en 2004, y del impulso de las exportaciones de otros servicios, que se elevaron un 6,4%, con una aceleración especialmente intensa en los servicios de transporte, financieros, informáticos y otros servicios a empresas.

3. Para construir la serie en volumen, los datos de Aduanas se deflactan utilizando los IVU que publica el Ministerio de Economía y Hacienda.

En 2005 el déficit comercial de la economía española alcanzó el 8,6% del PIB, una cifra muy cercana a su máximo histórico¹. Las exportaciones mostraron una notable atonía, intensificando la debilidad que ya habían registrado el año precedente, mientras que las importaciones mantuvieron un impulso considerable. Para conocer mejor el origen por países y por productos de ese déficit, se ha elaborado una matriz en la que se descompone el incremento del saldo comercial en porcentaje del PIB, entre 2002² y 2005, por zonas geográficas y por ramas de actividad.

En el período considerado, el déficit comercial en términos nominales se incrementó en 3,6 pp del PIB³. Un 40% de ese incremento ha te-

nido su origen en los intercambios con la UE, especialmente con Alemania, Italia, Portugal y los nuevos países miembros. Sin embargo, el mayor deterioro del saldo se produjo frente a los países no pertenecientes a la UE, impulsado por el aumento de la penetración de las importaciones procedentes de los países emergentes y el incremento de la factura energética.

Combinando la evolución por áreas geográficas con la información sectorial, se observa que el saldo frente a la UE empeoró en casi todas las ramas, aunque lo hizo en mayor medida en las de intensidad tecnológica media-alta, principalmente en vehículos de motor, cuya tradicional posición excedentaria se ha ido deteriorando en los últimos años, hasta alcanzar una posición deficitaria en 2005. La erosión del superávit en esta rama ha sido consecuencia de la debilidad de la demanda en los países del área del euro y del empuje de la demanda interna en España, que está propiciando un incremento de la penetración de las importaciones en este producto, ya que la producción interna de esta rama mantiene un patrón de especialización más enfocado a la exportación que a la satisfacción de la demanda doméstica. También destaca el empeoramiento del saldo en las ra-

1. En este recuadro se emplean las cifras de comercio exterior de Aduanas. El déficit obtenido a partir de esta fuente es superior al publicado por la CNE, en la Cuenta del Resto del Mundo, y por la Balanza de Pagos, debido fundamentalmente a que en la primera se contabilizan las importaciones en términos cif, mientras que en las otras dos fuentes se contabilizan fob. 2. Este año marcó el inicio de la última etapa de apreciación del euro y de ampliación del déficit comercial. 3. Se han utilizado las series definitivas de comercio exterior hasta 2003, mientras que en 2004 y 2005 las series son provisionales.

SALDO COMERCIAL. DESAGREGACIÓN POR RAMAS DE ACTIVIDAD Y ÁREAS GEOGRÁFICAS

% del PIB

	Saldo comercial 2005 % del PIB	Cambio en el saldo exterior entre 2002 y 2005, en porcentajes del PIB								
		Mundo	UE 25			Resto del mundo				
			Total	UEM	Ampliación	Total	Resto OCDE	NICS (a)	ASIA5 (b)	Resto
INDUSTRIAS DE TECNOLOGÍA ALTA	-1,8	-0,4	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0
Aeronaves	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Productos farmacéuticos	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Equipos informáticos y material electrónico	-1,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0
Equipos quirúrgicos y de precisión	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
INDUSTRIAS DE TECNOLOGÍA MEDIA-ALTA	-2,2	-0,9	-0,5	-0,3	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Maquinaria y material eléctrico	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vehículos de motor	-0,2	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Industria química	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Material ferroviario y otro equipo de transporte	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Construcción de maquinaria y equipo mecánico	-1,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0
INDUSTRIAS DE TECNOLOGÍA MEDIA-BAJA	-0,6	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Refino de petróleo	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Productos no metálicos y embarcaciones	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Metalurgia y productos metálicos	-0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Metalurgia	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
Fabricación de productos metálicos	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
INDUSTRIAS DE TECNOLOGÍA BAJA	-1,2	-0,7	-0,2	-0,2	0,0	-0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,3
Madera, papel y manufacturas diversas	-0,6	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Alimentación, bebidas y tabaco	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Textil, confección, cuero y calzado	-0,5	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	-0,3	0,0	0,0	-0,1	-0,1
TOTAL MANUFACTURAS	-5,7	-2,4	-1,3	-0,9	-0,2	-1,2	-0,1	-0,1	-0,5	-0,4
Industrias extractivas	-3,0	-1,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,9	-0,1	0,0	0,0	-0,8
Resto	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOTAL	-8,6	-3,6	-1,4	-1,0	-0,2	-2,2	-0,3	-0,1	-0,6	-1,2

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Incluye Hong-Kong, Corea, Singapur y Taiwán.

b. Incluye China, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.

mas de equipos informáticos y material electrónico, cuyas importaciones se han incrementado en los últimos años, impulsadas por el repunte de la inversión en equipo y por el fuerte crecimiento del consumo de este tipo de productos⁴. En cuanto al resto de ramas, cabe señalar la debilidad de las exportaciones netas en las de intensidad tecnológica baja, que probablemente refleja el incremento de la competencia de terceros países en los mercados de la UE.

En cuanto al saldo frente al resto del mundo, el cambio más destacado ha sido el incremento del déficit energético, que, como es lógico, se ha concentrado en los países productores de petróleo. De hecho, estos productos contribuyeron en más de un 40% a la ampliación del déficit frente a los países no pertenecientes a la UE (y entre un 25% y un 30% al déficit total). También se produjo una considerable ampliación del déficit en las ramas de intensidad tecnológica baja, que pone de manifiesto la creciente competencia de los países emergentes. De hecho, dos terceras partes del aumento total del déficit en estos productos se debió al incremento de las importaciones procedentes de las economías del Sudeste asiático y de otros países emergentes. Dentro de estas ramas, cabe destacar la evolución del textil, confección, cuero y calzado, que explica un 10% del deterioro total del déficit comercial de la economía española en el período considerado. Con todo, debe resaltarse que los países del Sudeste asiático no compiten solamente en productos intensivos en

mano de obra y nivel tecnológico bajo, sino también en productos de intensidad tecnológica media-alta (maquinaria y equipo mecánico) y alta (equipos informáticos y material electrónico), como lo pone de manifiesto el aumento de las importaciones correspondientes.

En definitiva, el análisis desagregado del déficit exterior por ramas de actividad y áreas geográficas permite identificar algunos factores que pueden contribuir a explicar la magnitud de la ampliación del déficit exterior en el período reciente. Así, casi una tercera parte del incremento del déficit nominal en el período considerado es atribuible al aumento de los precios energéticos. Entre los factores que explican el déficit no energético, cabe mencionar el repunte de la inversión en bienes de equipo desde mediados de 2004, un componente del gasto con una elevada penetración de las importaciones, si bien la importancia de este factor es limitada, pues el empeoramiento del saldo de bienes de equipo —especialmente acusado en construcción de maquinaria y equipo mecánico— solo explica en torno a 0,3 pp de PIB. De hecho, el mayor deterioro del saldo comercial se produjo entre los bienes de consumo, fundamentalmente, por la erosión del superávit en los vehículos de motor frente a la UE, el aumento de las importaciones de productos de consumo duradero —en especial equipos informáticos y material electrónico— y el deterioro del saldo en los productos de baja tecnología, entre los que destacan los del textil, confección, cuero y calzado. Por áreas geográficas, aunque el déficit se deterioró de manera generalizada, resalta su ampliación frente a los países del Sudeste asiático, en especial en los sectores de intensidad tecnológica baja. En cuanto a los nuevos miembros de la UE, el impacto ha sido por el momento más limitado, aunque su creciente importancia en la rama de vehículos de motor ha incrementado la presión competitiva en este sector.

4. De acuerdo con los datos de avance del gasto en consumo de los hogares por finalidad —disponibles hasta 2004—, los dos componentes del gasto con mayor crecimiento son los de Comunicaciones, y Ocio, espectáculos y cultura, en cuyo dinamismo ha influido notablemente el consumo de este tipo de productos.

Los determinantes fundamentales de la demanda de turismo no mostraron una evolución especialmente positiva en 2005. Así, las principales economías emisoras de turistas hacia España experimentaron una desaceleración, en especial los países de la UE, mientras que la competitividad aproximada por los precios turísticos frente a los países clientes y, en menor medida, frente a los competidores se deterioró por quinto año consecutivo. A pesar de ello, algunos acontecimientos específicos —como los atentados ocurridos a mediados de año en Egipto y la intensa temporada de huracanes en el Caribe— favorecieron la demanda de destinos españoles en 2005, contribuyendo, junto con la evolución anormalmente baja del año 2004, a la recuperación del número de turistas, que aumentó un 6,1%. Este avance fue algo superior al del turismo mundial —un 5,5%, de acuerdo con las estimaciones preliminares de la Organización Mundial del Turismo⁴—, y se situó en línea con el del conjunto de Europa meridional (6,2%), de forma que la cuota española en términos del número de turistas se mantuvo prácticamente estable, en el 7%. Por países de procedencia, el incremento de las entradas de turistas fue generalizado, destacando el aumento de los procedentes de Francia —que, tras dos años de retrocesos, se incrementaron un 13,3%—, Italia (7,3%) y Países Bajos (8,4%); otros países, como Alemania (4,1%) y Reino Unido (3,1%), registraron avances más moderados.

4. Véase la publicación *Barómetro OMT del turismo mundial*, de enero de 2006.

No obstante, como en años anteriores, el incremento del número de turistas no se trasladó con la misma intensidad a los ingresos reales, ya que el gasto medio por turista continuó reduciéndose en 2005. El descenso del gasto medio obedece a los nuevos hábitos de comportamiento de los turistas, que tienden a acortar sus estancias, utilizan aerolíneas de bajo coste y optan por alojamientos no reglados. Estos factores, junto con la creciente competencia que experimentan nuestros productos turísticos frente a los ofertados por los países del Mediterráneo oriental en el segmento de sol y playa — como muestra el aumento del número de turistas en países como Turquía (22,4%) o Croacia (6,9%) —, están impidiendo un mayor despegue de los ingresos turísticos.

En 2005, la demanda final de la economía española se desaceleró hasta el 4,3%, desde el 4,5% registrado en 2004, como resultado del mayor dinamismo de la demanda nacional y de la ralentización de las exportaciones de bienes y servicios. Esta pérdida de dinamismo se trasladó a las importaciones de bienes y servicios, cuya tasa de crecimiento disminuyó 2,2 pp respecto al año precedente, hasta el 7,1%. El menor impulso importador se concentró en las compras de bienes, mientras que las importaciones de servicios repuntaron.

De acuerdo con la Contabilidad Nacional, en el año 2005 las compras de bienes al exterior, en volumen, crecieron un 7%, en torno a 3 pp menos que el año anterior. Por áreas geográficas, según los datos de la DG de Aduanas, las importaciones procedentes de la UE se incrementaron un 2,5% en volumen, mientras que las compras al resto del mundo se incrementaron un 12,8%, impulsadas por la ligera apreciación del tipo de cambio frente a algunas monedas y, sobre todo, por la creciente penetración de los productos procedentes de las economías del Sudeste asiático. Por productos, la evolución de las importaciones estuvo en línea con la de los principales componentes de la demanda. Así, las compras de bienes de equipo mantuvieron el intenso dinamismo que venían mostrando desde mediados de 2004 y se aceleraron 5,5 pp en volumen, hasta el 20,4%, en 2005. En cambio, las importaciones de bienes de consumo se desaceleraron, debido fundamentalmente a la menor pujanza de las compras de bienes de consumo duradero, especialmente las de vehículos. En cuanto a los bienes intermedios no energéticos, las compras al exterior se moderaron de forma notable, creciendo solo el 1,6%, a pesar de la ligera mejoría de la actividad industrial. Por último, en lo que se refiere a las importaciones de bienes energéticos, el mayor crecimiento en términos nominales, del 38%, fue debido al incremento de los precios del petróleo, pues su ritmo de avance en términos reales se mantuvo prácticamente estable.

Las importaciones de servicios registraron, según los datos de la CN, un crecimiento del 7,5%, 1,3 pp por encima del de 2004. Esta aceleración fue consecuencia del mayor crecimiento de las importaciones de turismo (22,2%), que ya habían registrado incrementos muy elevados el año precedente (20,6%), y de las compras de otros servicios, que repuntaron hasta el 4,5%. El comportamiento expansivo de los pagos por turismo en 2005 estuvo en línea con la fortaleza de la demanda de consumo final de los hogares y se produjo en un contexto de abaratamiento de sus precios por la proliferación de los vuelos de bajo coste y el alto valor del euro.

La ralentización de las exportaciones de bienes y servicios, en el año 2005, junto con el fuerte dinamismo de las importaciones, a pesar de su ligera moderación, dieron lugar a un incremento de la detracción de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB, que alcanzó un máximo histórico de -1,9 pp. Esta evolución contrarrestó parcialmente la fortaleza de la demanda nacional, limitando la aceleración del PIB, que en el conjunto del año creció un 3,4%, tras el 3,1% registrado en 2004. A lo largo del año, la aportación negativa del sector exterior fue suavizándose, siendo de -1,5 pp en el cuarto trimestre, lo que permitió que el ritmo de expansión interanual del producto se incrementara gradualmente hasta el 3,5% con el que finalizó el año.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

3 La actividad

El impulso adicional que experimentó la economía española en el año 2005, cuantificado en tres décimas de punto porcentual, hasta alcanzar un crecimiento del 3,4% del PIB, permitió que convergiese a su nivel de producción tendencial, cerrando la brecha negativa —*output gap*— registrada en 2004 (véase gráfico 4.7). La recuperación se concentró en las ramas de actividad orientadas al mercado, mientras que los servicios no de mercado moderaron su ritmo de avance, aunque su tasa de crecimiento interanual se situó por encima de la de la economía en su conjunto. El valor añadido de la economía de mercado, por su parte, se expandió a un ritmo similar al del conjunto de la economía, un 3,4%, cinco décimas por encima de su avance en 2004.

El mejor tono de las actividades de mercado fue generalizado, aunque la actividad de las ramas agraria y pesquera volvió a retroceder. Así, en línea con la atonía observada en los últimos cinco años, el valor añadido de estas ramas descendió un 0,7% en 2005, contracción inferior en cuatro décimas a la de 2004. Los mayores retrocesos se registraron en la producción de cultivos, muy afectados por la escasez de lluvias en invierno y primavera. El régimen de precipitaciones afectó de forma general a la producción vegetal, con la excepción de la frutícola, provocando descensos de dos dígitos en la mayor parte de las cosechas.

La producción animal se recuperó en relación con 2004, debido al avance del componente ganadero.

La actividad de las ramas industriales y energéticas experimentó una cierta revitalización en el año 2005, con una aceleración de cinco décimas, hasta alcanzar un crecimiento del 1,1%. Con todo, como puede apreciarse en el gráfico 4.7, el valor añadido mantuvo la pauta moderada de años anteriores, con ritmos de avance en el entorno del 1%. La aceleración de la producción industrial vino favorecida por el aumento de la demanda de consumos intermedios por parte del sector de la construcción y, en menor medida, de los servicios de mercado, y por el avance del consumo final. Pese a la recuperación de la inversión en bienes de equipo, la producción de estos bienes disminuyó en 2005. Atendiendo a las características de los sectores, el impulso de la actividad se concentró en las industrias con intensidad tecnológica media-baja, mientras que el resto, sobre todo las de intensidad media-alta y alta, experimentó recortes en su producción. En particular, la fabricación de automóviles, el material electrónico, las fibras artificiales y sintéticas, y las industrias textiles y de cuero, muy afectadas las dos últimas por la liberalización del comercio internacional de estos bienes, destacaron por su pobre desempeño en el año 2005. Por otro lado, cabe señalar la recuperación de las ramas industriales que utilizan más intensivamente mano de obra, lo que permitió una generación neta de puestos de trabajo, tras varios años de reducción del empleo industrial.

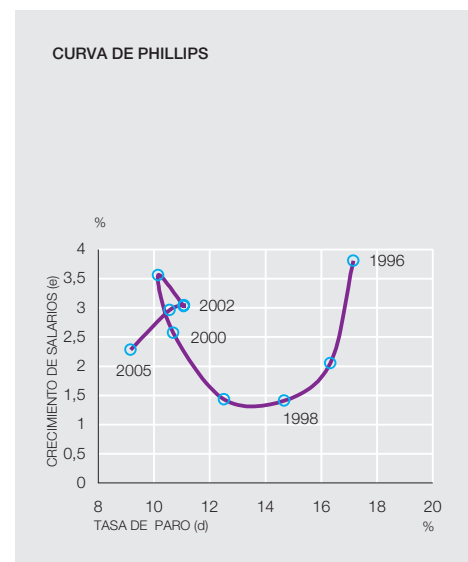
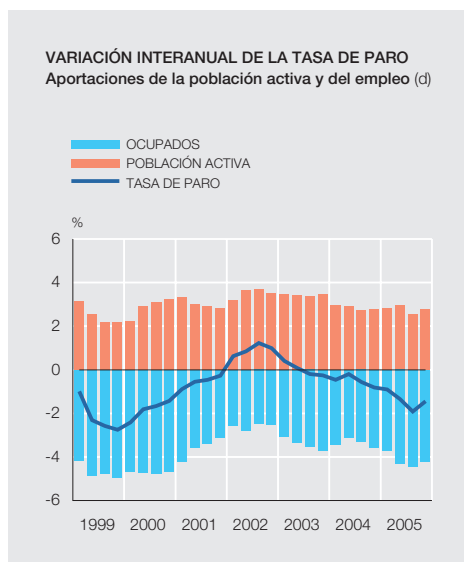
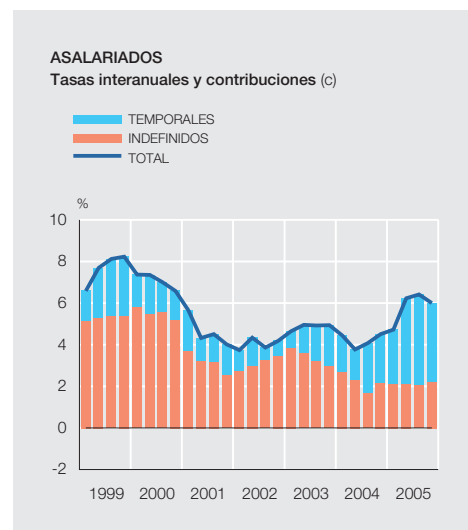
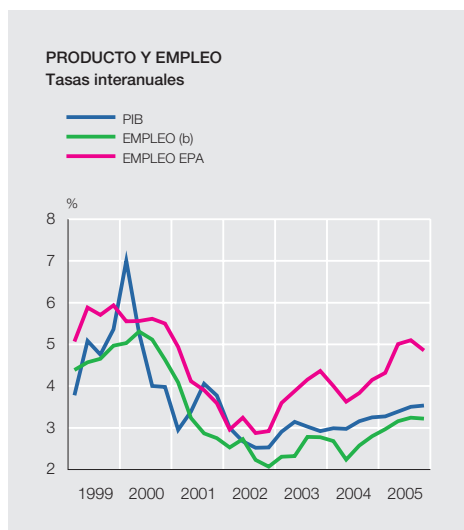
En 2005, el crecimiento de la actividad constructora fue del 5,5%, lo que supone una aceleración de cuatro décimas con respecto a 2004 y el mantenimiento de este sector —que desde hace ocho años crece por encima del 5%— como el más dinámico de la economía española. Considerando la tipología de obra, la edificación residencial mantuvo un elevado dinamismo, similar al del año anterior, debido al fuerte incremento de las iniciaciones emprendidas en 2004, pues las realizadas en 2005 mostraron una desaceleración. La edificación destinada a usos no residenciales fue el único tipo de obra que experimentó una aceleración, debido al impulso experimentado por las construcciones destinadas a usos industriales y a servicios. Finalmente, la obra civil perdió tono en 2005, tras el apreciable avance del año anterior.

El valor añadido de los servicios de mercado, que inició 2005 con síntomas de debilidad, fue mostrando un mayor dinamismo a lo largo del año, arrojando un crecimiento del 4% en el conjunto del ejercicio, cuatro décimas más que en 2004 (véase gráfico 4.7). El comportamiento de las distintas ramas fue expansivo, con la excepción del comercio y reparación. En concreto, la venta de combustibles, de vehículos y su reparación —tras varios años de elevado crecimiento— y el comercio al por menor registraron una ralentización más marcada. El comercio al por mayor, en cambio, experimentó un mayor impulso en 2005. Por su parte, la recuperación del turismo permitió la revitalización de las ramas más estrechamente ligadas a él, como son la hostelería y el transporte de pasajeros. Dentro de este último, los avances más significativos se observaron en el ferrocarril, el urbano y el aéreo. El transporte de mercancías se mostró menos dinámico que en 2004, mientras que las actividades de correos y telecomunicaciones se aceleraron apreciablemente. Para finalizar, las actividades empresariales y, sobre todo, las inmobiliarias y de alquiler presentaron una expansión sustancial.

4 El mercado de trabajo

En 2005, el empleo prosiguió la suave aceleración iniciada dos años antes, manteniendo una evolución paralela a la de la actividad económica. En términos de la CNTR, el ritmo de creación neta de empleo⁵, tanto en el conjunto de la economía como en la economía de mercado, fue del 3,1%, medio punto por encima del registrado el año anterior en ambos casos (véase

5. Medido por el número de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo.



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. Serie desestacionalizada. Empleo equivalente.
- 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.

el gráfico 4.8). La productividad aparente del trabajo volvió a expandirse a tasas muy reducidas (0,3%) e, incluso, se desaceleró dos décimas respecto al año anterior; en el caso de la economía de mercado, la productividad aparente creció un 0,2%, una décima menos que en 2004. Igual que en años anteriores, estos escasos avances de la productividad estuvieron acompañados por una disminución de los costes laborales unitarios, en términos reales, que fue consecuencia tanto del menor incremento de los salarios nominales como del mayor crecimiento del deflactor del valor añadido.

El patrón de crecimiento del empleo en 2005 a nivel sectorial fue similar, en términos generales, al observado en los dos años precedentes, con un mayor dinamismo de la construcción y de las ramas de servicios. Sin embargo, a diferencia de lo sucedido desde 2003, la agricultura y la industria no experimentaron caídas netas del número de ocupados. En la agricultura,

la ocupación se estancó al finalizar el año, aunque su perfil trimestral fue ascendente. Por su parte, el número de empleados en la industria se incrementó un 0,3%, si bien la progresiva recuperación del empleo en este sector se vio truncada en el último trimestre. En la construcción, el empleo se aceleró, hasta registrar un ritmo medio de avance del 8,5%, lo que supuso una acusada caída de la productividad aparente del factor trabajo en este sector (-2,7%). Finalmente, el empleo en los servicios estabilizó su ritmo de crecimiento en el 3,1%, con un mayor protagonismo de las ramas no destinadas al mercado, que presentaron una tasa de expansión del 3,2% (frente al 2,4% de 2004).

Los datos de la EPA⁶ mostraron un mayor dinamismo del empleo que el estimado por la CNTR. En concreto, el número de ocupados, según esta encuesta, se elevó un 4,8%, casi 1 pp por encima del crecimiento registrado en 2004. El aumento se centró en los colectivos con contratos temporales y a tiempo parcial. En particular, el crecimiento de los asalariados con contrato temporal se elevó hasta el 11,8%, casi el doble que el del año precedente (véase gráfico 4.8), mientras que el incremento interanual de los asalariados con contrato indefinido se moderó levemente, hasta el 3,1%. En consecuencia, la ratio de temporalidad se incrementó por segundo año consecutivo, alcanzando el 33,3%, muy por encima de los niveles existentes en otros países de la UE. El renovado dinamismo de la contratación temporal parece indicar que el sistema de incentivos al empleo indefinido actualmente vigente ha perdido eficacia y que es necesario introducir medidas adicionales que permitan reducir de manera significativa la dualidad existente en el mercado de trabajo.

Atendiendo a la duración de la jornada, la mayor creación de empleo en 2005 se centró en los ocupados con contrato a tiempo parcial. La EPA mostró un crecimiento para este colectivo del 26%, superior al 11% de 2004. El número de ocupados a jornada completa, por el contrario, se ralentizó, con un crecimiento del 2,4%, 0,7 pp menos que el año anterior. Este comportamiento diferencial provocó una subida del 2 pp en la ratio de parcialidad, que alcanzó el 12,4%. No obstante, el fuerte incremento de la contratación a tiempo parcial reflejado por la EPA podría estar relacionado, al menos en parte, con los cambios metodológicos introducidos en esta encuesta EPA en el primer trimestre de 2005.

Los ocupados de nacionalidad española se aceleraron en 2005, al crecer un 3%, frente al 2% de 2004, mientras que los trabajadores inmigrantes registraron un crecimiento notablemente más elevado (23%), si bien algo más moderado que el observado en 2004 (27,6%). De esta forma, los ocupados extranjeros alcanzaron en 2005 el 10,9% del empleo total, 1,6 pp más que en 2004. Aunque durante 2005 tuvo lugar un proceso extraordinario de regularización de trabajadores inmigrantes en situación irregular, que finalizó con la aprobación de 572.961 solicitudes⁷, dicho proceso no debería de haber tenido, en principio, incidencia sobre las estimaciones de la EPA.

Por lo que respecta a la oferta de trabajo, la incorporación de población al mercado laboral mantuvo en 2005 un vigor similar al de años anteriores. La población activa aumentó un 3,2%, debido al crecimiento sostenido de la población en edad de trabajar y al nuevo incremento de la tasa de participación. Según la EPA, la población mayor de 16 años creció un 1,7%, como en los dos años anteriores, y la tasa de participación se elevó hasta el 57,4%, aunque la va-

6. Utilizando las series enlazadas en el Servicio de Estudios sobre la base de la información de la EPA testigo realizada por el INE en el primer trimestre de 2005 para corregir el efecto de los cambios metodológicos introducidos en esta encuesta en dicho período. 7. Este proceso tuvo un reflejo directo en las afiliaciones a la Seguridad Social, cuya tasa de crecimiento en 2005 aumentó hasta el 4,4%, frente al 2,8% de 2004. Sin embargo, resulta difícil precisar si ese proceso afectó al empleo estimado por la EPA o la CNTR al tratarse de un proceso de afluencia legal de trabajadores que ya se encontraban ocupados en España.

riación interanual (de 8 décimas) fue algo inferior a la de ejercicios pasados. La contribución de la inmigración al aumento de la oferta de trabajo continuó siendo decisiva. La población inmigrante se incrementó un 22,1%, frente al 0,1% de la población nacional, explicando dos tercios del crecimiento de la población activa en 2005. Por sexos, el crecimiento de la participación en el mercado laboral fue más intenso en el colectivo femenino, cuya tasa de actividad pasó del 45,4% en 2004 al 46,4%. Cabe pensar que la inmigración puede estar facilitando el incremento de la tasa de participación de la población femenina española. La tasa de actividad masculina también avanzó, pero el aumento fue inferior (en 6 décimas), hasta el 68,8%. Como se analiza con detalle en el recuadro 4.2, la abundante mano de obra disponible ha favorecido un patrón de crecimiento muy intensivo en trabajo y, por tanto, coherente con incrementos muy reducidos de la productividad, que, en parte, reflejan la incorporación de los trabajadores inmigrantes, con menor preparación y experiencia.

La mayor creación de empleo, junto con el comportamiento sostenido de la población activa, permitió que el número de desempleados descendiera con intensidad en 2005. En concreto, según la EPA, el desempleo se redujo un 10,5%, tras la suave caída del año anterior (véase el gráfico 4.8). En el conjunto del año, la tasa de paro se redujo 1,4 pp respecto a 2004, alcanzando un nivel medio del 9,2% y un mínimo del 8,4%, en el tercer trimestre. Este descenso del desempleo situó la tasa de paro en niveles que no se observaban en la economía española desde 1979, y prácticamente permitió cerrar el elevado diferencial con otros países europeos, que había caracterizado históricamente a nuestra economía. Por sexos, el colectivo femenino registró un mejor comportamiento al descender su tasa de desempleo más de 2 pp, si bien se mantuvo muy por encima de la de los hombres (12,2%, frente al 7%). La evolución del paro registrado en las oficinas del INEM mostró una caída bastante más moderada (-2,1%).

Los diferentes cambios metodológicos de la EPA y la CNTR dificultan la estimación del componente estructural del desempleo. Entre los indicadores habituales, el peso de los parados de larga duración en el desempleo total se situó en 2005 en el 28,9%, claramente por debajo del nivel estimado en 2004 (36,1%), pero los cambios metodológicos introducidos en la EPA pueden haber afectado a esta estimación. No obstante, la curva de Philips que se muestra en el gráfico 4.8 indicaría que en el período más reciente la NAIRU ha tendido a reducirse, puesto que la intensa caída del desempleo en 2005 no vino acompañada por mayores presiones salariales. Asimismo, las estimaciones disponibles, todavía preliminares, situarían la NAIRU solo ligeramente por encima de la tasa de paro observada. Esta evolución supondría, en términos históricos, una acusada reducción del componente estructural del desempleo, desde niveles superiores al 15% hace una década, que habría contribuido decisivamente al prolongado proceso de crecimiento experimentado por la economía española.

En cuanto a los salarios, los incrementos pactados en 2005 en la negociación colectiva se mantuvieron en el 3%, a pesar del repunte de la inflación, como puede observarse en el gráfico 4.9. Este incremento salarial se situó dentro de los márgenes definidos en el renovado Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva (AINC). Los convenios de nueva firma, no obstante, reflejaron en cierta medida el comportamiento alcista de la inflación y repuntaron hasta el 3,2%, frente al 2,9% acordado en los convenios firmados en años anteriores con vigencia en 2005. Además, la desviación de la inflación respecto de las previsiones oficiales (1,7 pp con el dato de diciembre de 2005) se trasladará al crecimiento de los salarios de 2006 mediante la activación de las cláusulas de salvaguarda, presentes en el 75% de los convenios firmados hasta diciembre de 2005. Este porcentaje se ha mantenido estable en el período más reciente, a pesar de que en las sucesivas renovaciones del AINC se recomienda su presencia en los convenios colectivos. Sin embargo, parece que se ha producido un descenso en el umbral de inflación a partir del cual se activan las cláusulas, que se estaría acercando al

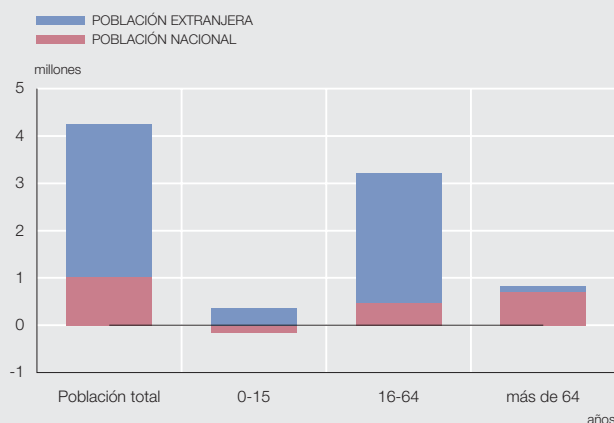
Entre 1998 y 2005, la población residente en España aumentó en casi 4,3 millones de personas, lo que supone un incremento medio anual del 1,5%, con un perfil de aceleración a lo largo de ese período, de modo que en 2005 el incremento de la población se elevó al 2,1%. Estas tasas contrastan con la evolución demográfica en la UE 15, en la que la población solo aumentó a un ritmo medio inferior al 0,5% durante ese mismo período. El dinamismo de la población en España se debe en más del 75% al aumento de la población extranjera (véase el gráfico adjunto). La llegada de inmigrantes ha superado los 3 millones de personas en los últimos siete años y ha situado el porcentaje de población extranjera residente en España a 1 de enero de 2005 en el 10%, según las últimas cifras oficiales del Padrón Municipal de Habitantes. La afluencia de población extranjera se ha producido mayoritariamente entre la población en edad de trabajar, grupo en el que el peso de la población extranjera ya alcanza el 12%.

Estos flujos inmigratorios, atraídos por el empuje de la economía, han incrementado notablemente el potencial de crecimiento, dinamizando considerablemente el mercado de trabajo y contribuyendo a sostener un patrón de crecimiento económico muy intensivo en la creación de empleo. Sin embargo, la concentración de los trabajadores inmigrantes en sectores de productividad inferior a la media ha podido tener un efecto composición negativo sobre el nivel de productividad (véase el gráfico adjunto). Además, los trabajadores inmigrantes son, en promedio, más jóvenes, tienen menor antigüedad laboral y unos niveles educativos más bajos que los trabajadores nacionales ocupados en el mismo sector de actividad, factores que tienden a reducir su productividad en relación con la de los trabajadores nacionales.

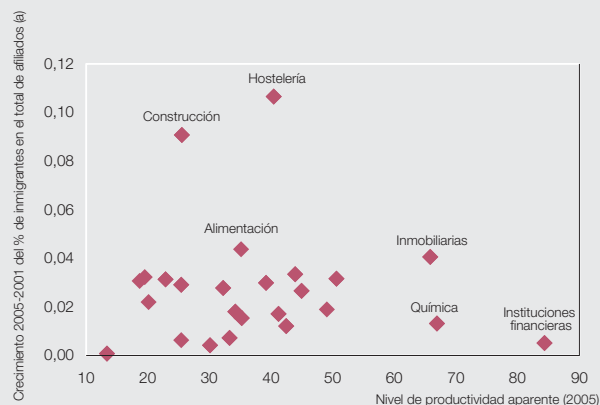
Con el objetivo de analizar la importancia de estos factores en el diferencial de productividad entre nativos e inmigrantes, el cuadro adjunto muestra una estimación de los diferenciales salariales por nacionalidad¹ y cómo se van reduciendo a medida que se tienen en cuenta las características anteriores. Se utiliza el salario como aproximación a la productividad entendiendo que este factor determina, al menos en parte, al primero, y dada la ausencia de información directa sobre la productividad. Cualquier otro factor que determinara el salario y fuera diferencial entre inmigrantes y nativos añadiría una fuente de error a esta interpretación. Se observa en este cuadro que el diferencial salarial entre nativos e inmigrantes es elevado (en torno al 30%²) cuando en la regresión salarial solo se incluyen el sexo, la región y el sector en el que se trabaja³. Se observa también que los menores niveles educativos, la mayor juventud y, sobre todo, la menor experiencia laboral de los inmigrantes explican buena parte del diferencial salarial, puesto que este se reduce a menos de un 10% cuando se controla por las diferencias en estas variables en las ecuaciones salariales. En este sentido, el importante papel desempeñado por la experiencia en el trabajo a la hora de explicar los diferenciales salariales por nacionalidad estaría poniendo de manifiesto la importancia del proceso de asimilación e integración laboral de los inmigrantes a la hora de explicar el impacto sobre la productividad a medio y largo plazo de la inmigración.

1. Utilizando la información de la Encuesta de Estructura Salarial de 2002. 2. Esto no es así para los inmigrantes procedentes de países de la UE. Estos trabajadores ganan un 11% más que los trabajadores nativos en media. 3. La región y el sexo deben incluirse para tener en cuenta la mayor concentración espacial de los inmigrantes y el mayor porcentaje de hombres dentro de la población extranjera.

1 CAMBIO EN LA POBLACIÓN ENTRE 1998 Y 2005



2 PRODUCTIVIDAD E INMIGRACIÓN POR SECTORES ENTRE 2005 Y 2001



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Afiliados a la Seguridad Social, desagregados en 26 subsectores del régimen general y del régimen especial de la minería de carbón.

En definitiva, la inmigración ha contribuido a elevar el potencial de crecimiento de la economía española, pero, a su vez, las características de los inmigrantes y su mayor peso en el empleo en sectores muy intensivos en trabajo han provocado un efecto a

corto plazo negativo sobre la productividad, si bien cabe esperar que dicho efecto desaparezca a medida que el proceso de integración y asimilación de la población extranjera progrese adecuadamente.

DIFERENCIAL SALARIAL RESPECTO AL NATIVO CONTROLANDO POR DIFERENCIA DE GÉNERO Y CCAA

%	SEGÚN EL SECTOR DE OCUPACIÓN	(1) + CARACTERÍSTICAS DE EDAD Y EDUCACIÓN	(2) + EXPERIENCIA DENTRO DE LA MISMA EMPRESA
	(1)	(2)	(3)
UE 15	11,0	5,7	13,4
Resto de Europa	-27,2	-17,7	-6,8
Latinoamérica	-31,1	-20,3	-9,2
África	-34,1	-19,0	-9,3

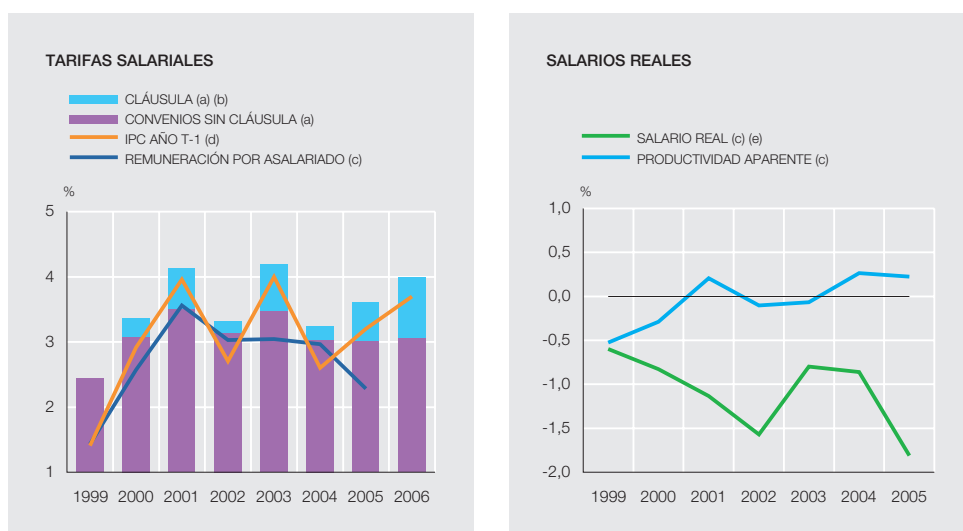
FUENTE: Banco de España, con datos de la EES-2002.

2%. Este cambio tendería a intensificar el impacto sobre los salarios del ejercicio posterior. Se estima que la activación de las cláusulas de indicación de 2005 tendrá una incidencia de casi 1 pp sobre los salarios percibidos en 2006.

En términos de la CNTR, la remuneración por asalariado del conjunto de la economía redujo apreciablemente su ritmo de crecimiento en 2005, hasta el 2,5%, frente al 3,3% registrado en 2004. De la misma forma, en la economía de mercado, se registró un crecimiento de la remuneración del 2,3%, después de tres años con aumentos muy estables en torno al 3%. Esta evolución de los costes salariales implica que en 2005 se produjo una deriva salarial⁸ negativa superior a 1 pp, por encima de la observada en años recientes. En el contexto de fuerte creación de empleo, que caracteriza la actual fase expansiva de la economía española, la deriva salarial negativa estaría reflejando la existencia de efectos composición, derivados del hecho de que los nuevos empleos creados —que son, en promedio, menos productivos que los existentes— reciben, asimismo, salarios inferiores al salario medio. En este sentido, esta deriva negativa es indicativa de un mayor grado de flexibilidad salarial, que, no obstante, se concentra en un segmento concreto del mercado laboral, en el que predominan los trabajadores con contrato temporal y los inmigrantes. Las características del sistema de negociación colectiva hacen que, en términos más generales, la evolución de los salarios siga estando alejada de la productividad, a nivel sectorial y a nivel de empresa, siendo este uno de los aspectos que sería conveniente revisar.

En términos reales, los costes laborales reales soportados por las empresas⁹ se redujeron en 2005 de forma intensa, como se muestra en el gráfico 4.9, algo que, sin duda, contribuyó al buen comportamiento del empleo, tanto en 2005 como a lo largo del último ciclo económico, en el que las caídas de los salarios reales han sido recurrentes. No obstante, conviene reseñar que la moderación salarial en términos reales está siendo compatible con incrementos nomi-

8. 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. 9. Es decir, utilizando como índice de precios el deflactor del valor añadido.



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

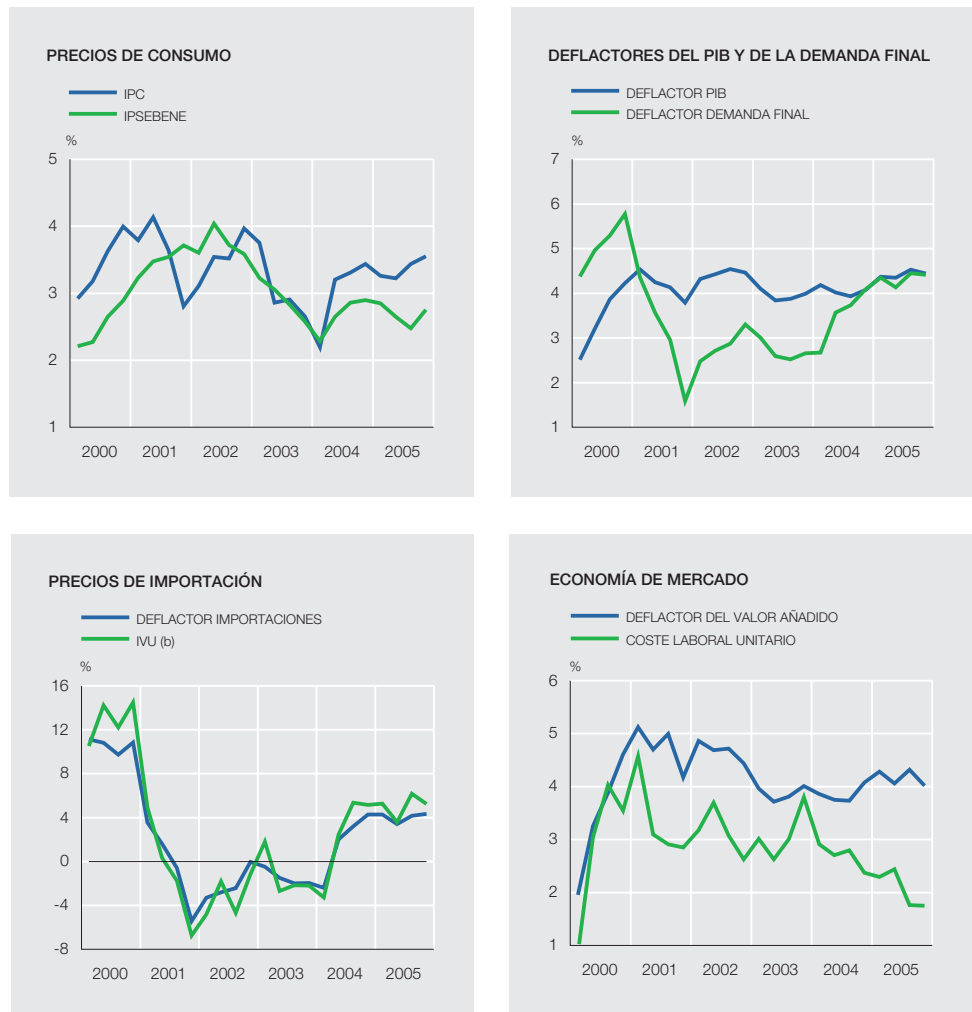
- Información de convenios colectivos registrados hasta marzo de 2006.
- Incluyendo la cláusula de salvaguarda del año anterior.
- Economía de mercado.
- Tasa interanual de diciembre.
- Remuneración por asalariado dividida por el defactor del valor añadido.

nales de los salarios por encima de los registrados en los países de nuestro entorno, con consecuencias negativas sobre la competitividad de los productos españoles. La prórroga del AINC para 2006 supone el mantenimiento del procedimiento de fijación de salarios vigente desde 2002. Este tipo de acuerdos puede contribuir a mantener acotados los incrementos salariales iniciales en un entorno de inflación elevada como el actual, pero, una vez tenida en cuenta la incidencia de las cláusulas de salvaguarda, introduce una gran persistencia en los incrementos salariales y en las tasas de inflación. Además, este sistema favorece el establecimiento de crecimientos salariales uniformes entre los diferentes sectores de la economía, independientemente de su situación específica.

5 Los precios y los costes

En el año 2005, el crecimiento promedio del índice de precios de consumo se elevó hasta el 3,4%, cuatro décimas por encima del registrado en los dos años anteriores, observándose una trayectoria ascendente a lo largo del año (véase gráfico 4.10). En el primer trimestre de 2006 se alcanzaron ritmos de crecimiento en el entorno del 4%, registrándose un 3,9% en marzo. Por su parte, el IPSEBENE se incrementó un 2,7% en 2005, igual que en el año anterior, aunque se deterioró en los últimos meses del año, que finalizó con un ritmo de avance interanual del 2,9%. En el período transcurrido del año 2006 este índice ha consolidado esas mayores tasas, en el entorno del 3%.

Por componentes, destaca la evolución de los precios energéticos, que volvieron a aumentar sustancialmente en 2005, un 9,6%, debido al encarecimiento del precio del petróleo en los mercados internacionales. El encarecimiento del crudo en euros (un 42%) se trasladó a los precios de los combustibles y a las tarifas de gas natural y butano, cuya materia prima está ligada a la evolución del coste del crudo. También se aceleraron ligeramente los precios de los bienes industriales no energéticos —afectados por el mayor vigor de los precios de producción interior— y los de los servicios, que aumentaron, en la media del año, el 1% y el 3,8%, respectivamente. Entre las partidas de los bienes industriales no energéticos cabe subrayar el menor incremento de los precios de las prendas de vestir, probablemente por la mayor com-



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Tasas de crecimiento interanuales.

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

potencia de los países asiáticos, mientras que los electrodomésticos y los equipos informáticos volvieron a abarataarse considerablemente. Dentro de los servicios, destacaron los mayores precios del transporte y, particularmente, del transporte aéreo, debido al encarecimiento del petróleo.

Los precios de los alimentos mostraron ritmos de avance inferiores a los de 2004. En concreto, los de los alimentos elaborados se desaceleraron dos décimas en promedio, hasta el 3,4%, a pesar de los incrementos del precio del aceite de oliva, que creció un 10%, y el precio del tabaco se encareció un 6,6%, reflejando el aumento de la imposición indirecta. Por último, los precios de los alimentos no elaborados registraron en 2005 un ritmo de avance del 3,3%, 1,3 pp por debajo del de 2004, aunque su trayectoria a lo largo de 2005 fue creciente, igual que la de los precios en origen.

Desde la óptica de las cuentas nacionales, el deflactor de la demanda final mostró un avance del 4,3% en el promedio de 2005, ocho décimas por encima del correspondiente al año anterior. El mayor crecimiento de los precios fue generalizado por componentes de la demanda, con la salvedad de la inversión. Así, el deflactor del gasto en consumo final de los hogares

registró un crecimiento del 3,5%, acorde con la evolución del IPC. Por su parte, los precios de los bienes de equipo se incrementaron un 3,2%, frente al 2,1% del año anterior, en un contexto de aceleración de los precios de importación y de los precios interiores. Asimismo, el deflactor de la construcción elevó su ritmo de variación por encima del de 2004, alcanzando un crecimiento del 7,4% en el promedio del año, lo que reflejó, de nuevo, la evolución alcista de los precios de la vivienda. Por último, el deflactor de las exportaciones de bienes aumentó un 5,2%, frente al 1,7% de 2004, lo que supuso una pérdida de competitividad de las exportaciones españolas tanto frente a la zona del euro como frente al resto del mundo.

El deflactor de las importaciones registró en 2005 un aumento del 4,1%, más de 2 pp por encima del correspondiente al año anterior. Esta evolución respondió, en gran medida, al encarecimiento de las importaciones de productos energéticos (26,1%, según los IVU) y a los aumentos de precios de otros bienes intermedios (3,5%). Por su parte, los precios de importación de bienes de consumo y equipo mantuvieron ritmos de avance moderados, aunque superiores a los de 2004.

La inflación de origen interior, aproximada por el deflactor del PIB, aumentó un 4,4% en 2005, tres décimas más que el año precedente, debido, en parte, al fuerte incremento de los impuestos indirectos netos de subvenciones por unidad de producto, un 8,4%, a pesar de que la imposición indirecta no se modificó de forma significativa el pasado año. Los cambios en la importancia relativa de las distintas bases impositivas de estos tributos, en un contexto de elevado dinamismo de la inversión residencial, podrían explicar esta evolución. No obstante, también el deflactor del VAB —el otro componente del deflactor del PIB— se aceleró, hasta alcanzar un crecimiento del 4%. Esta evolución, que se produjo en un contexto de desaceleración de los costes laborales unitarios, refleja la notable ampliación de márgenes que tuvo lugar en la economía española en 2005. Como se analiza en el recuadro 4.3, este es un factor fundamental para explicar el diferencial de inflación entre España y la UEM en los últimos años.

Centrando el análisis de los costes laborales y los márgenes en la economía de mercado, donde el deflactor del VAB se incrementó un 4,2% —por encima del de 2004—, destaca asimismo la desaceleración de los costes laborales por unidad de valor añadido, que crecieron un 2,1%, seis décimas menos que el año anterior. El buen comportamiento de los CLU fue fruto de la notable desaceleración de la remuneración por ocupado, que compensó la ligera pérdida de dinamismo de la productividad aparente del trabajo (véase gráfico 4.10). En cualquier caso, la ralentización de los costes laborales, en contraste con el mayor incremento del deflactor del VAB, permitió una ampliación notable de los márgenes unitarios, reforzando la tónica de los ejercicios anteriores. Aunque el incremento de los márgenes se produjo de forma generalizada en las distintas ramas de actividad, su intensidad difirió según las diferencias sectoriales en el grado de presión de la demanda y la influencia de la competencia externa.

Así, en la industria, el deflactor del valor añadido registró un crecimiento del 3,3% en 2005, ligeramente superior al de 2004, mientras que los costes laborales unitarios mantuvieron estable su tasa de variación, dando lugar a una ampliación de márgenes (véase gráfico 4.11). No obstante, esta no fue generalizada entre las ramas manufactureras, ya que los márgenes empresariales tendieron a comprimirse en actividades en las que la competencia exterior es muy intensa, como el textil y la confección o la madera y el corcho. Por su parte, el deflactor del valor añadido de la energía se aceleró, alcanzando un crecimiento del 2%, y el coste laboral unitario se moderó de forma significativa, debido en parte a las ganancias de productividad derivadas del proceso de destrucción de empleo, dando lugar a una ampliación del margen de explotación unitario.

Desde mediados de la década de los noventa, la economía española ha venido manteniendo una tasa de inflación, en términos del deflactor del valor añadido bruto, que ha superado persistentemente la tasa observada para el conjunto de la zona del euro, alcanzando un diferencial medio de 1,8 pp. A lo largo de ese período, las tasas de inflación en los sectores menos expuestos a la competencia —servicios y construcción— han sido regularmente más elevadas que las experimentadas por la industria y la agricultura. La medida de precios que se utiliza en este recuadro —el deflactor del valor añadido bruto— recoge esta heterogeneidad entre ramas productivas y es, además, una aproximación apropiada del diferencial de inflación de origen interior, frente a otras mediciones más frecuentes, como las que se hacen a partir del IAPC (el diferencial utilizando este indicador hubiera sido aproximadamente de 1 pp). Además, la utilización del deflactor permite un análisis en detalle del diferencial a través de su descomposición en las contribuciones relativas de los costes laborales y del excedente bruto de explotación por unidad de producto. Cabe destacar que esta variable incluye tanto los beneficios puros como la retribución del capital. Según la información que se presenta en el cuadro adjunto, tanto los costes salariales, como la productividad del trabajo y los excedentes han contribuido positivamente al diferencial de inflación con la UEM.

Entre 1996 y 2005, los costes laborales unitarios crecieron en España por encima de la UEM debido al mayor aumento de la remuneración por asalariado y a las menores ganancias de productividad. En concreto, la remuneración por asalariado mostró un crecimiento medio anual del 2,9% entre 1996 y 2005 en España, mientras que la productividad apenas se incrementó un 0,2%, dando lugar a un aumento de los costes laborales unitarios del 2,7%, claramente por encima del crecimiento medio registrado en la UEM (1,1%), como resultado de un menor incremento salarial (1,9%) y de un crecimiento de la productividad del trabajo algo más elevado (0,8%). En términos de la contribución al diferencial de inflación, los costes laborales unitarios explican 1,1 pp (60%) del diferencial total de 1,8 pp registrado en promedio en estos diez últimos años. Por su parte, también el excedente unitario de explotación contribuyó decisivamente al diferencial de inflación en la última década, al explicar los 0,8 pp restantes del diferencial total. Como en el caso de los salarios, su crecimiento fue superior al registrado en la UEM en todas las ramas productivas.

El cuadro adjunto muestra que la brecha de inflación con el área del euro se ha ampliado en 0,4 pp en los últimos cinco años, respecto al quinquenio precedente, hasta los 2 pp. Este aumento ha sido conse-

APORTACIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN

	Al deflactor de las ramas			Al deflactor del total		
	1996-2000	2001-2005	1996-2005	1996-2000	2001-2005	1996-2005
APORTACIÓN AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN POR RAMAS DE ACTIVIDAD						
TOTAL				1,6	2,0	1,8
Coste Laboral Unitario				1,2	0,9	1,1
<i>Remuneración por ocupado</i>				0,6	0,6	0,6
<i>Productividad aparente</i>				0,6	0,2	0,4
Excedente unitario				0,3	1,2	0,8
AGRICULTURA	0,2	2,0	1,1	0,0	0,1	0,0
Coste Laboral Unitario	0,9	0,3	0,6	-0,1	0,0	0,0
<i>Remuneración por ocupado</i>	1,6	-0,8	0,4			
<i>Productividad aparente</i>	-0,9	1,1	0,1			
Excedente unitario	-0,7	1,7	0,5	0,1	0,1	0,1
INDUSTRIA Y ENERGÍA	0,9	1,4	1,2	0,2	0,3	0,2
Coste Laboral Unitario	0,9	0,8	0,9	0,2	0,1	0,2
<i>Remuneración por ocupado</i>	-0,4	0,4	0,0			
<i>Productividad aparente</i>	1,3	0,4	0,9			
Excedente unitario	0,0	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1
CONSTRUCCIÓN	2,7	4,3	3,5	0,2	0,6	0,4
Coste Laboral Unitario	2,5	1,9	2,2	0,3	0,3	0,3
<i>Remuneración por ocupado</i>	0,8	0,5	0,6			
<i>Productividad aparente</i>	1,6	1,3	1,4			
Excedente unitario	0,3	2,4	1,4	0,0	0,3	0,1
SERVICIOS	1,8	1,8	1,8	1,2	1,1	1,2
Coste Laboral Unitario	1,5	0,6	1,0	1,0	0,4	0,7
<i>Remuneración por ocupado</i>	0,9	0,7	0,8			
<i>Productividad aparente</i>	0,6	-0,1	0,3			
Excedente unitario	0,4	1,2	0,8	0,2	0,8	0,5

FUENTES: INE y Eurostat.

cuencia, fundamentalmente, de una mayor contribución del margen unitario de explotación, que ha compensado, aunque solo en parte, una menor contribución de los costes laborales unitarios. Dentro de los costes laborales, la contribución de la remuneración por ocupado al diferencial se ha mantenido en 0,6 pp, mientras que la del diferencial de productividad aparente del trabajo ha disminuido. Esta mejora en la aportación de la productividad relativa ha sido consecuencia de la ralentización de la productividad del área del euro y no de una mejora de las ganancias de productividad en España, aunque persiste la brecha negativa en el crecimiento de la productividad española respecto a su evolución en la zona del euro.

Cuando se analizan las contribuciones al diferencial agregado de inflación por ramas de actividad, se observa que la mayor parte del diferencial se debe a los sectores no expuestos a la competencia exterior, la construcción y los servicios, que explican, en conjunto, el 90% del diferencial total con la UEM. En términos de la evolución en el período más reciente, el mayor diferencial de inflación se ha debido a la ampliación del diferencial en la rama de la construcción, que ha doblado su contribución, fundamentalmente, por el aumento en el margen unitario de explotación, que pasó de tener una aportación nula a contribuir 0,3 pp.

En definitiva, el diferencial de inflación —medido por el deflactor del VAB— con los países que forman la UEM ha aumentado en el período

más reciente, hasta alcanzar los 2 pp en el promedio de los cinco últimos años. Existen una serie de factores que pueden haber contribuido a este diferencial, como la mayor fortaleza del ciclo expansivo en España o la diferente evolución del sector de la construcción, si bien la persistencia de niveles tan elevados para este diferencial apunta a la existencia de rigideces estructurales en los procesos de formación de precios y salarios de la economía española. Estas ineficiencias deben ser eliminadas para conseguir una reducción significativa del diferencial que permita limitar, si no compensar, las pérdidas de competitividad sufridas en estos últimos años. Los costes laborales han mantenido crecimientos superiores a los registrados en los países de la UEM, tanto en los sectores expuestos como, sobre todo, en los no expuestos a la competencia exterior. Este rasgo refuerza la necesidad de una reforma del sistema de negociación colectiva que permitiera un mayor ajuste de los salarios a las condiciones específicas de las empresas y sectores y, al mismo tiempo, redujera la elevada inercia nominal del sistema actual. Ahora bien, el importante papel que desempeñan también los márgenes en este proceso y, especialmente, su aceleración en el período más reciente en la construcción y en los servicios, pone de manifiesto la necesidad de revisar el grado de competencia en los mercados de productos y servicios, así como los mecanismos de transmisión de costes a precios, estudiando la oportunidad de aplicar las reformas necesarias para liberalizar los mercados menos expuestos a la competencia internacional.

En la rama de la construcción, el deflactor del valor añadido se aceleró de nuevo, hasta alcanzar un crecimiento promedio del 10%, vinculado al dinamismo que siguió manteniendo el precio de la vivienda durante 2005. En este contexto, el margen unitario de explotación volvió a ampliarse significativamente, a pesar de que los costes laborales unitarios continuaron creciendo a ritmos muy elevados (5%). Este aumento de costes refleja la acusada caída en la productividad aparente del trabajo, solo parcialmente compensada por la desaceleración de la remuneración por ocupado, cuyo crecimiento (2,2%) se situó en línea con el conjunto de la economía de mercado. Por su parte, el deflactor de los servicios de mercado aumentó un 3,4%, tasa similar a la del año anterior, mientras que los costes laborales unitarios se desaceleraron sustancialmente, en un contexto de recuperación de la productividad aparente, a pesar de la elevada creación de empleo. En conjunto, los costes crecieron a un ritmo inferior al del deflactor, prolongando el proceso de aumento de los márgenes que se viene observando en los últimos años, y que en 2005 fue bastante generalizado entre las distintas actividades de esta rama. En el recuadro 4.4 se examina el caso particular del sector de la distribución en España, que ha venido mostrando un comportamiento muy débil de la productividad y una ampliación significativa de sus márgenes.

6 La competitividad y el saldo exterior

6.1 LA COMPETITIVIDAD

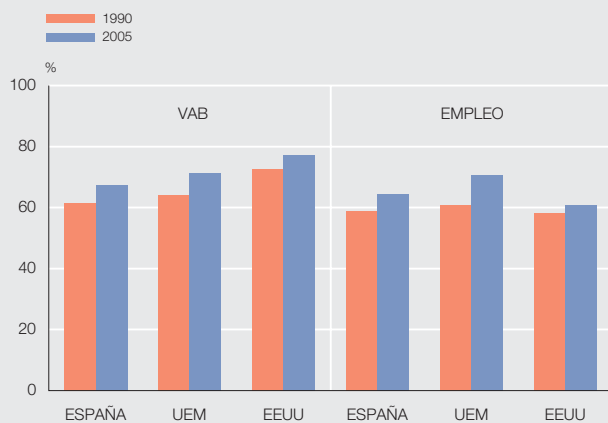
Como ya se ha señalado en apartados anteriores, el deterioro del saldo comercial en 2005 no solo fue resultado de la evolución de la demanda, sino también de un empeoramiento de la posición competitiva de la economía, debido a la evolución alcista de los precios y los costes relativos. Asimismo, otros factores estructurales o de competitividad no precio, asociados a la especialización productiva de la economía, afectaron a sus resultados comerciales.

Los estudios que intentan explicar la creciente divergencia entre el crecimiento de la productividad en EEUU y en Europa indican que no se trata de un fenómeno agregado, sino de un problema localizado, sobre todo, en el sector servicios y, dentro de este, de forma muy marcada, en el sector de distribución comercial. Dado el papel tan destacado que, con carácter general, desempeñan este tipo de actividades a la hora de determinar los grados de eficiencia de las distintas economías, y teniendo en cuenta que su peso en el producto y el empleo ha aumentado de forma sustancial en las últimas décadas (véanse paneles 1 y 2 adjuntos), cabe preguntarse a qué se ha debido la aceleración de la productividad en el sector de distribución norteamericano y por qué esta no ha experimentado una evolución similar en la UE, y, en particular, cabe indagar sobre el comportamiento del

sector de distribución comercial en España, en relación con estas cuestiones.

Diversos estudios atribuyen el buen comportamiento observado en EEUU a la introducción de nuevas tecnologías, junto con mejoras en el proceso de formación de empleados y de organización del negocio, durante las décadas de los años ochenta y noventa. En Europa, estos cambios se empezaron a introducir algo más tarde debido, en gran parte, a la excesiva carga reguladora del sector, que además presenta una gran diversidad entre países. Este hecho habría restringido la competencia y obstaculizado el acceso a otros mercados europeos, dificultando que las empresas alcanzaran el tamaño suficiente como para disfrutar de economías de escala. El carácter más estricto de la regulación en Europa con respecto a EEUU puede ob-

1. PESO DEL SECTOR SERVICIOS EN EL TOTAL DE LA ECONOMÍA



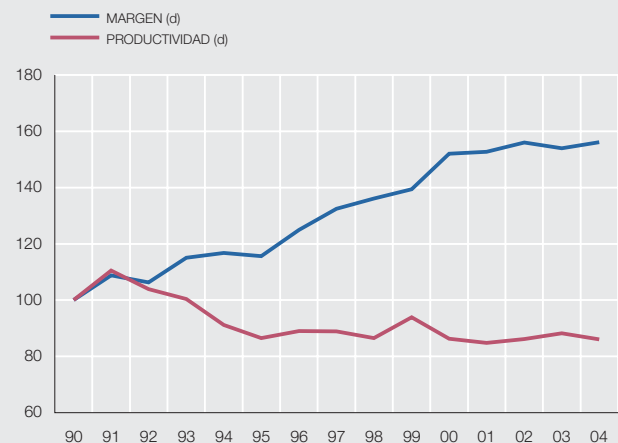
2. CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD APARENTE DEL TRABAJO (a)

	ESPAÑA	UEM	EEUU
TOTAL ECONOMÍA			
1990-1995	1,59	1,79	1,31
1996-2005	0,34	0,91	2,01
SERVICIOS DE MERCADO			
1990-1995	0,53	1,26	1,08
1996-2005	-0,57	0,60	3,53
SECTOR DISTRIBUCIÓN			
1990-1995	-0,39	1,53	1,62
1996-2004	-0,38	1,03	5,34

3. COMPETENCIA EN EL SECTOR SERVICIOS

	Comercio al por mayor (b)	Comercio al por menor (b)	RMP (c)
Luxemburgo	0,08	0,08	1,28
Alemania	0,08	0,11	1,43
Holanda	0,09	0,14	1,37
Irlanda	0,11	0,12	1,12
Finlandia	0,14	0,19	1,32
Bélgica	0,15	0,18	1,37
Grecia	0,15	0,18	1,83
Austria	0,15	0,18	1,38
Italia	0,16	0,18	1,87
Portugal	0,17	0,14	1,56
Francia	0,19	0,20	1,70
España	0,19	0,21	1,61
UEM	0,14	0,16	1,49
Estados Unidos	—	—	1,03

4. DISTRIBUCIÓN EN ESPAÑA



FUENTES: Eurostat, INE, AMECO, GGDC, Copenhagen Economics, OCDE y Central de Balances del Banco de España.

a. Crecimiento medio en el período del valor añadido por persona empleada. Para EEUU, el segundo período es 1996-2004 en el total de la economía y 1996-2003 en los otros dos casos. Para la UEM, en el sector de distribución la media se refiere al período 1996-2003.

b. Indicador del grado de restricción en el mercado interno de servicios, elaborado por el instituto Copenhagen Economics (2005), para 20 países de la UE, cuyo valor oscila entre 0 (mínima restricción) y 1. Valor referido a 2004.

c. Indicador de Regulación en el Mercado de Productos. Índice elaborado por la OCDE que sintetiza el conjunto de regulaciones que pueden afectar al grado de competencia en el mercado de productos (a mayor valor, menor competencia). Valor referido a 2003.

d. Principales empresas de distribución minorista de alimentos y bebidas. Evolución en términos relativos al total de la economía (1990 = 100).

servarse en el tercer panel, que presenta los indicadores de regulación del sector de distribución mayorista y minorista calculados por Copenhagen Economics¹, así como el indicador estimado por la OCDE para el total de la economía, indicadores que, en todo caso, deben interpretarse con las debidas cautelas.

En un reciente informe publicado por el Banco Central Europeo², en el que se analiza la evolución de la productividad y de los precios de las actividades de servicios de la UEM y su relación con el grado de competencia, entre los resultados específicos obtenidos para el sector de distribución, destaca el impacto negativo que la regulación propia del mismo tiene sobre la evolución de su productividad. Aunque estos resultados han sido obtenidos a nivel agregado (para la zona del euro), permitirían inferir que el carácter restrictivo de la regulación de este sector en algunos países, como Francia, Italia o España, y su progresivo endurecimiento en algunos casos, explicarían, al menos en parte, la pobre evolución de la productividad del sector en esos países a lo largo de los últimos años.

Para la economía española existe alguna evidencia complementaria que confirmaría este extremo. Como se recordará, el proceso de liberalización de los horarios comerciales que puso en marcha el Gobierno a mediados de la década de los ochenta se vio ralentizado tras la asunción por las CCAA de las competencias en comercio interior. En algunos casos, se ampliaron los requisitos administrativos para el establecimiento de grandes superficies (a través

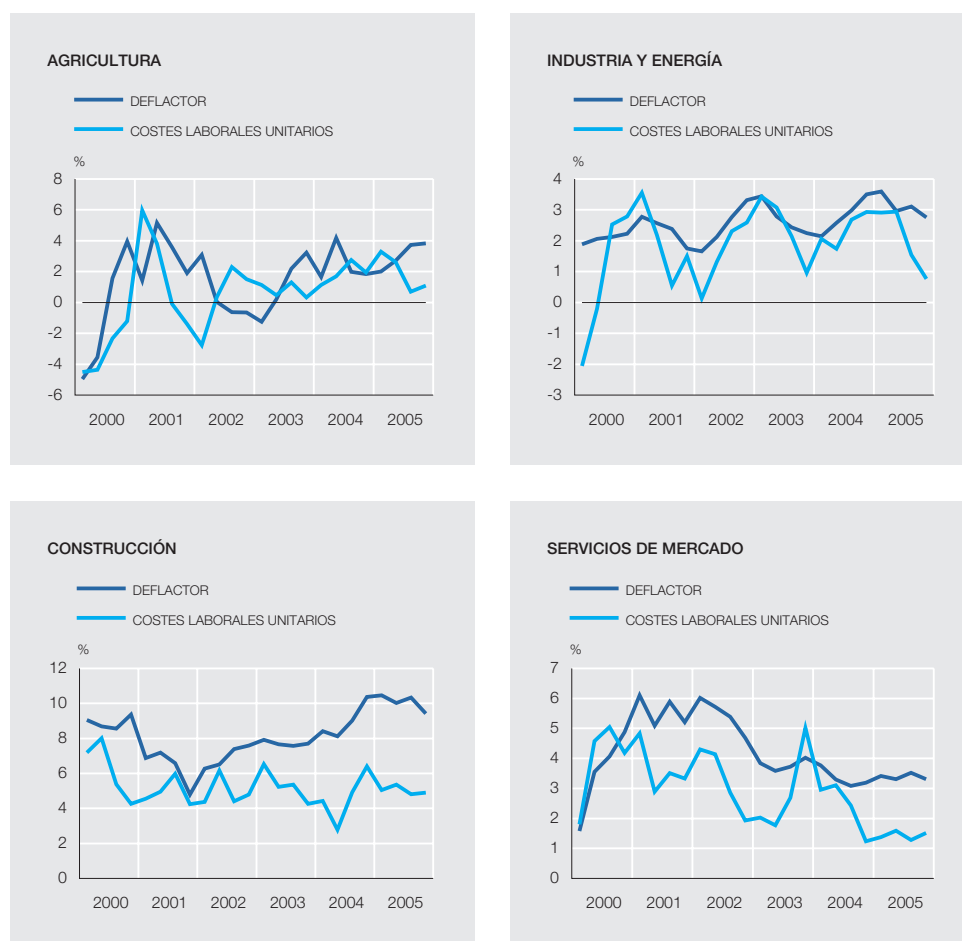
de la revisión del umbral a partir del cual un comercio pasaba a considerarse gran superficie, de la exigencia de una segunda licencia, etc.). Este endurecimiento relativo de la regulación se justificó por el objetivo de proporcionar un cierto período de transición que permitiera al comercio tradicional acometer las transformaciones necesarias para mejorar su capacidad para competir en un entorno que estaba experimentando un profundo cambio estructural. Posteriormente, en el año 2000 el Gobierno central trató de dar un nuevo impulso a la liberalización del sector mediante la aprobación de una nueva ley que establecía un incremento gradual del mínimo de horas de apertura permitido, hasta alcanzar la liberalización total de horarios en 2005, condicionada al acuerdo con las CCAA. Este objetivo no se alcanzó, sino que a partir de esa fecha se estableció un suelo aún más estricto en cuanto a horarios de apertura que el ya existente.

Para tratar de ilustrar el impacto de los cambios en la regulación sobre la eficiencia y la competencia del sector de distribución al por menor en España, en el cuarto panel se presenta la evolución desde 1990 de la productividad aparente del trabajo y de los márgenes para un subconjunto de empresas representativo —el integrado por las empresas de distribución de alimentos y bebidas, según la información que proporciona la Central de Balances— y se compara con la evolución seguida por estas mismas variables para el total de la economía. Como se puede observar, las ganancias de productividad del sector han sido inferiores a las del resto de la economía, mientras que los márgenes relativos han aumentado de forma notable, aunque, dadas las cautelas con las que debe interpretarse esta información, no se puede concluir que esta evolución esté causada íntegramente por los cambios en la regulación expuestos con anterioridad. En cualquier caso, los resultados agregados obtenidos en el informe del BCE obligan a reflexionar sobre el grado de adecuación del actual marco de regulación del sector de distribución en España.

1. Estos indicadores están contenidos en el informe *Economic Assessment of the Barriers to the Internal Market for Services* (2005), elaborado por la consultora Copenhagen Economics con el fin de valorar los posibles efectos sobre la economía de la Directiva de Servicios propuesta por la Comisión Europea (conocida como Directiva Bolkenstein). 2. Véase ECB Occasional Working Paper n.º 44, de abril de 2006.

En lo que respecta a la competitividad precio y coste, los indicadores calculados tomando como referencia los países desarrollados registraron un empeoramiento generalizado en 2005, a pesar de que el tipo de cambio se mantuvo relativamente estable, en el promedio del año, tras tres años consecutivos de notables revalorizaciones (véase gráfico 4.12). El índice calculado con los precios relativos de consumo se apreció el 1,5%, mientras que el elaborado con precios industriales de manufacturas registró un incremento de magnitud algo superior (1,9%), en un contexto de notable aceleración de estos precios en España. A su vez, los indicadores elaborados con CLU continuaron reflejando un empeoramiento de la competitividad, aunque algo más moderado que el observado en 2004. En concreto, los CLU relativos frente al conjunto de países desarrollados aumentaron un 1,2% y un 3%, en el conjunto de la economía y las manufacturas, respectivamente.

Por su parte, el índice elaborado con precios relativos de exportación mostró un deterioro de la competitividad que contrasta con su comportamiento en años anteriores, en los que la contención de estos precios había permitido frenar las pérdidas de competitividad. En concreto, según los datos de la Contabilidad Nacional, el deflactor de las exportaciones de bienes

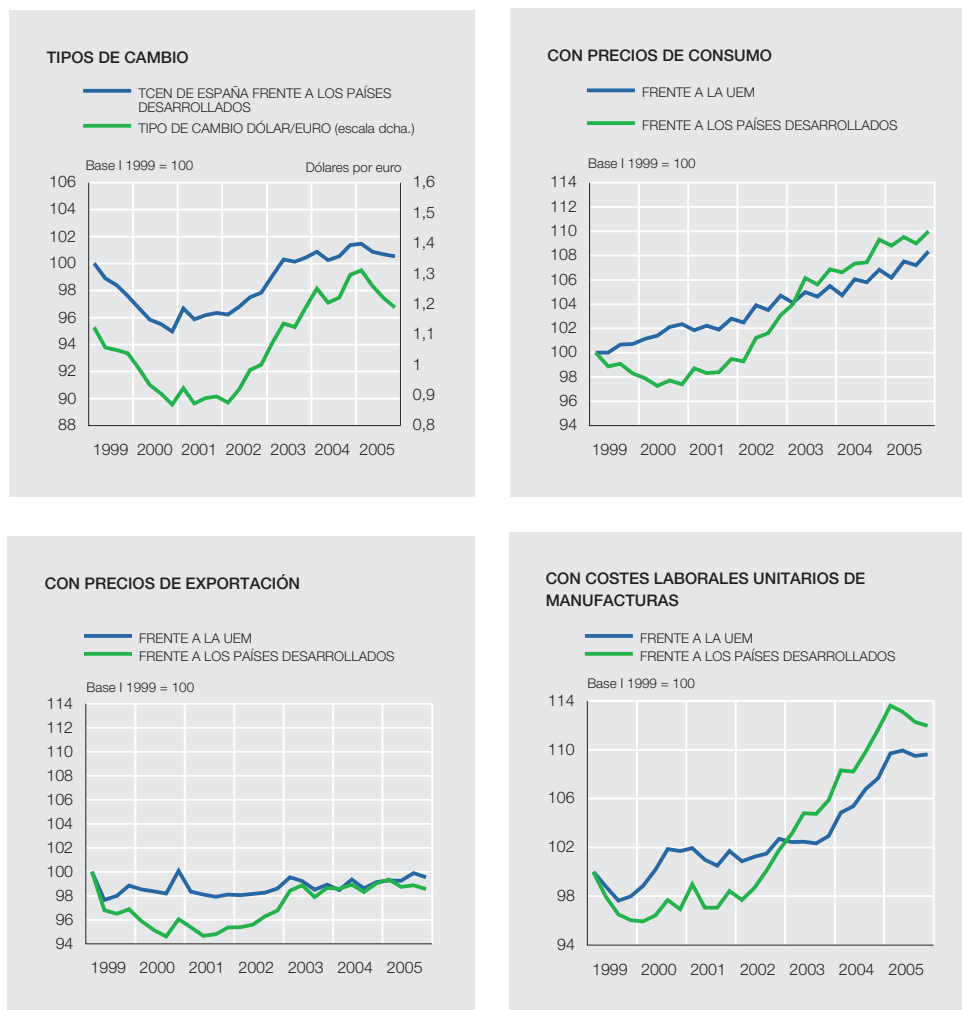


FUENTES: INE y Banco de España.

a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

creció un 5,2%, por encima de los precios y los costes internos, frente al 1,7% registrado en 2004. Como consecuencia de ello se truncó la tendencia a la reducción de los márgenes de exportación de las empresas españolas, que se había venido observando desde 2001, en consonancia con el patrón histórico, según el cual en períodos de apreciación del tipo de cambio los exportadores optan por comprimir sus márgenes en la actividad exportadora para mantener su posición competitiva en los mercados exteriores. La evolución de los precios de exportación en 2005 sugiere que, coincidiendo con la estabilización del tipo de cambio, y en un contexto de encarecimiento de los *inputs* importados y de aumento incipiente del coste del capital, los exportadores decidieron recuperar parcialmente sus márgenes, aun a costa de perder competitividad frente al exterior (véase cuadro 4.3).

Por áreas geográficas, en 2005 se produjo una pérdida de la competitividad generalizada, aunque fue algo más acusada frente a los países del área del euro. Así, el diferencial de precios de consumo frente a estos países se amplió un 1,4%, mientras que los precios relativos de exportación, que en 2004 apenas habían variado, aumentaron de forma considerable. Por otra parte, frente a los países desarrollados no pertenecientes al área del euro, se observó una apreciación, en términos efectivos, del 0,5%, inferior a la registrada en años precedentes, lo que, junto con un deterioro de los precios y costes relativos algo menor que el observado en 2004, supuso un deterioro menos acusado de los indicadores de competitividad.



FUENTE: Banco de España.

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

En lo que respecta a la evolución de los precios de importación, de acuerdo con los datos de la Contabilidad Nacional, el deflactor de las importaciones de bienes creció un 3,7% en 2005, tras el 1,8% registrado en 2004. A este incremento contribuyó el notable encarecimiento del petróleo, cuyo precio en dólares aumentó un 42% en el conjunto del año. Sin embargo, los precios de exportación de los países desarrollados también subieron, tanto de los del área del euro como, especialmente, los del resto de países, que, en moneda nacional, se aceleraron en un punto porcentual, hasta el 3,3%. A este aumento generalizado de los precios internacionales se unió la estabilidad del tipo de cambio del euro, frente a su comportamiento en años precedentes, en los que la revalorización de la divisa europea había presionado a la baja los precios de importación. En conjunto, la evolución de los precios de importación determinó una ligera pérdida de competitividad de la producción nacional frente a la importada, aunque este deterioro fue algo menor que en años anteriores.

Un elemento que ha cobrado especial relevancia en los últimos años, en relación con la competitividad precio y coste, es la creciente presencia de algunos países emergentes, en especial China, en los mercados internacionales. Estos países tienen unos costes laborales muy inferiores a los de las economías desarrolladas, lo que les confiere fuertes ventajas competitivas, especialmente en los sectores más intensivos en el uso de mano de obra. En este senti-

	Media 1993-1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOTAL ECONOMÍA								
1 Márgenes de exportación de bienes y servicios (1.1/1.2)	1,0	-1,8	4,4	-1,4	-2,1	-3,0	-0,8	2,6
1.1 Deflactor de exportaciones de bienes y servicios	3,0	0,0	7,3	1,9	0,8	-0,2	2,0	4,9
1.2 Costes laborales unitarios total economía	2,1	1,9	2,8	3,3	3,0	2,9	2,8	2,3
2 Margen unitario total economía (a)	1,3	0,7	0,6	0,9	1,4	1,0	1,2	2,1
3 Rentabilidad relativa de las exportaciones (1/2)	-0,4	-2,5	3,7	-2,2	-3,4	-4,0	-2,0	0,4
ESPAÑA/UE 15								
4 Márgenes relativos de exportación frente a UE 15 (4.1/4.2)	1,3	0,9	2,1	0,4	0,8	0,1	-0,9	2,1
4.1 Deflactores de exportación de bienes y servicios relativos	2,2	0,8	3,2	1,2	1,3	0,7	0,9	2,7
4.2 Costes laborales unitarios total economía relativos	0,9	-0,1	1,0	0,7	0,5	0,6	1,8	0,5
MANUFACTURAS								
1 Márgenes de exportación de bienes (1.1/1.2)	1,8	0,0	3,8	-2,5	-2,8	-4,1	-1,8	1,1
1.1 Precios de exportación de manufacturas	3,0	-1,7	4,8	-0,1	-1,0	-1,9	0,6	3,7
1.2 Costes laborales unitarios en la industria	1,1	-1,7	1,0	2,5	1,8	2,3	2,5	2,5
2 Margen unitario en las manufacturas (a)	1,8	2,2	1,4	0,3	0,5	0,4	0,6	0,7
3 Rentabilidad relativa de las exportaciones (1/2)	0,1	-2,2	2,4	-2,8	-3,3	-4,5	-2,4	0,4
ESPAÑA/UE 15								
4 Márgenes relativos de exportación frente a la UE 15 (4.1/4.2)	0,7	1,5	-1,2	-2,5	-1,3	-1,0	-3,9	-0,8
4.1 Precios de exportación de manufacturas relativos	2,1	-0,7	0,8	-2,3	-1,0	-0,5	-0,4	2,6
4.2 Costes laborales unitarios en la industria relativos	1,4	-2,2	2,0	0,3	0,3	0,5	3,7	3,5

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

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

do, el rápido aumento de peso de las economías emergentes en el comercio mundial, en los últimos años¹⁰, ha intensificado la competencia en los mercados internacionales, presionando a la baja el precio medio de los productos comerciables en muchos sectores. Como consecuencia de ello, en el período reciente se ha producido un importante incremento de la penetración de los productos procedentes de estos países, que en España se ha hecho especialmente patente en los sectores de intensidad tecnológica menor, tal como se aprecia en el recuadro 4.5.

En resumen, el propio proceso de crecimiento de la economía española y la debilidad de los mercados de exportación más cercanos, la pérdida de competitividad vía precios y costes frente a los competidores tradicionales de la economía española y las crecientes presiones competitivas ejercidas por los países emergentes, que han coincidido con la liberalización comercial de las industrias donde presentan mayores ventajas comparativas, limitaron el avance de las ventas al exterior y favorecieron el incremento de las importaciones. Además de estos elementos, existen otros factores de carácter más estructural que también contribuyeron al aumento del déficit exterior. Así, las exportaciones se han visto afectadas por la escasa diversificación en los mercados exteriores de la oferta industrial española, excesivamente orientada

¹⁰. De acuerdo con los datos del FMI, desde principios de los años noventa, la cuota de los países en desarrollo en las exportaciones mundiales se ha incrementado en casi 15 pp y en la actualidad representa cerca del 45% del comercio mundial.

Para obtener un diagnóstico completo de la competitividad de una economía resulta esencial analizar no solo su capacidad exportadora, sino también la habilidad de las empresas nacionales para mantener o incrementar su presencia en el mercado interno, sin que se vean desplazadas por las importaciones. Como se observa en el primer panel del gráfico adjunto, durante los años más recientes se ha apreciado un aumento en el ritmo de penetración de las importaciones en el abastecimiento de la demanda final, que, junto con el moderado avance de las ventas al exterior, contribuye a explicar el incremento del déficit comercial.

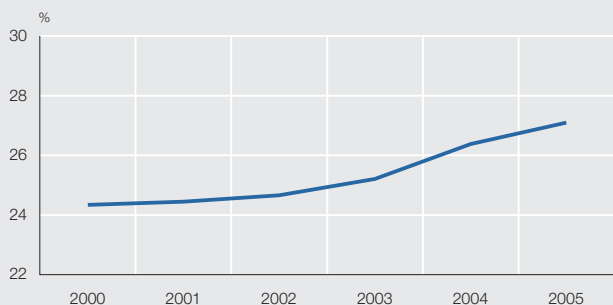
Sin duda alguna, el dinamismo de las importaciones se ha visto impulsado por el deterioro de la competitividad precio de los productos nacionales frente a los importados. De hecho, entre los años 2000 y 2005 el crecimiento acumulado del deflactor del PIB superó ampliamente al del deflactor de las importaciones, en un contexto de apreciación del euro. Sin embargo, la evolución de los indicadores agregados de competitividad no parece suficiente para explicar la pujanza de las compras al exterior.

En este sentido, algunas características estructurales del tejido industrial español pueden contribuir a explicar la elevada sensibilidad que muestran las importaciones a los cambios en la demanda

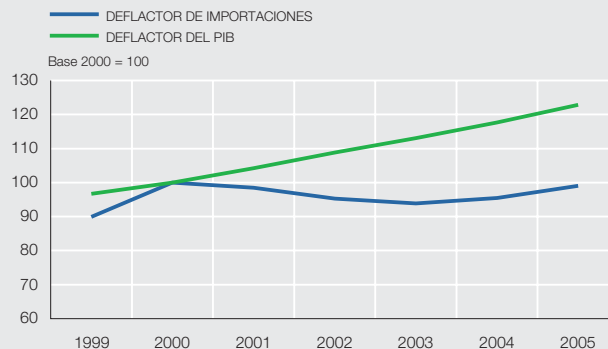
final. En primer lugar, la dependencia energética del exterior, que se deriva de una participación del petróleo como fuente de energía primaria superior a la de otras economías desarrolladas. En segundo lugar, la debilidad para generar tecnología propia se refleja, entre otros factores, en una elevada importancia de la adquisición de tecnología incorporada en las importaciones. Este hecho constituye un rasgo común a la mayoría de las economías desarrolladas, aunque es más pronunciado en el caso de la economía española, a juzgar por la elevada y creciente proporción de las importaciones de bienes de equipo en la formación bruta de capital que se desprende de las tablas *input-output* (véase el tercer panel del gráfico adjunto). Este hecho explica que la recuperación de la inversión en equipo observada desde mediados de 2004 haya propiciado un intenso crecimiento de las compras al exterior de este tipo de bienes.

La tercera característica se encuentra relacionada con las tendencias del comercio internacional caracterizado por la división espacial de las cadenas productivas, que está propiciando que los procesos productivos de la mayoría de las empresas incorporen un porcentaje creciente de consumos intermedios importados, incrementando la correlación entre el crecimiento de las exportaciones y el de las importaciones. En el caso de España, los cálculos realizados con las

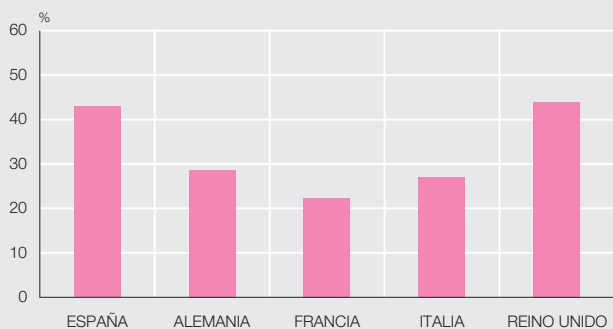
1 PENETRACIÓN DE LAS IMPORTACIONES EN LA DEMANDA FINAL
Precios constantes



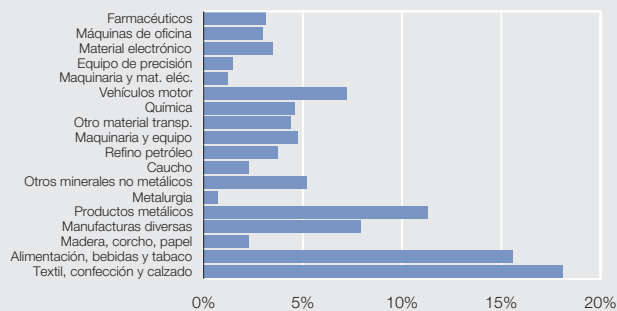
2 DEFLACTOR DE LAS IMPORTACIONES Y DEFLACTOR DEL PIB



3 PORCENTAJE DE LA FBCF REALIZADA CON IMPORTACIONES (a)
Año 2000 (excepto Reino Unido, 1995)



4 CONTRIBUCIÓN DE CADA SECTOR AL AUMENTO DE LA PENETRACIÓN DE IMPORTACIONES ENTRE 2000 Y 2005



FUENTES: INE, OCDE y Banco de España.

a. Excluidos impuestos, inmuebles y otras construcciones.

tablas *input-output* revelan que la presencia de consumos intermedios importados¹ en las exportaciones es superior a la de otras economías desarrolladas, debido a la elevada especialización de la exportación en algunas ramas, como la de material de transporte, que presentan una alta dependencia de consumos intermedios importados. En España, la participación de los consumos intermedios importados sobre las exportaciones de bienes se ha incrementado hasta el 39,9% en 2000, desde el 30,9% estimado en 1995. En ese último año, para el que se dispone de información homogénea para otros países, la participación de los consumos intermedios importados en las exportaciones se situaba en torno al 21%-23% para Alemania, Francia e Italia.

Estos tres factores ayudan a explicar la elevada sensibilidad que tradicionalmente han mostrado las importaciones españolas respecto al crecimiento económico, superior a la de otras economías desarrolladas. Sin embargo, durante los últimos dos o tres años su contribución al aumento de la penetración de las importaciones ha sido comparativamente limitada, a tenor de la debilidad que han mostrado las exportaciones y de la existencia de elevados precios del petróleo, lo que induce a pensar que no ha habido aumentos en el uso de energía por unidad de producción. Únicamente la recuperación de la inversión en equipo ha podido tener alguna incidencia en la mayor penetración de importaciones.

El análisis de la penetración de importaciones por ramas de actividad aporta algunos elementos adicionales para explicar esa pujanza. Como se aprecia en el cuarto panel del gráfico adjunto, las ramas de actividad que contribuyen en mayor medida a explicar el aumento en la penetración de las importaciones en los últimos años son aquellas de tecnología baja, destacando muy especialmente la aportación de la rama de textil, vestido y confec-

1. En OECD (2003), STI Scoreboard, p. 110, se explica detalladamente cómo se elabora este indicador.

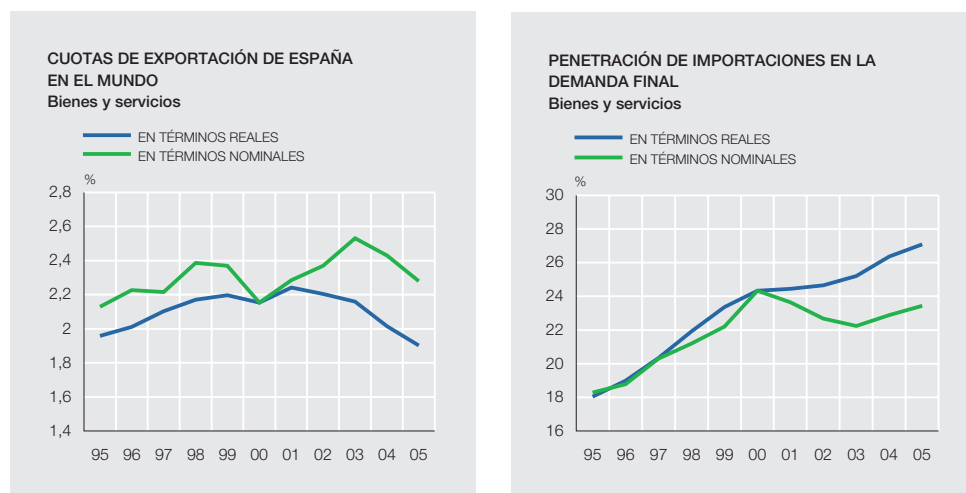
ción². En este caso, la competencia creciente que están ejerciendo las economías emergentes de Asia, que presentan claras ventajas comparativas en ese tipo de ramas, más intensivas en trabajo, y la eliminación de los contingentes al comercio de productos textiles, a comienzos de 2005, explican que las importaciones hayan desplazado a los productores nacionales. La rama de alimentación, bebidas y tabaco presenta también una aportación muy elevada a la penetración de importaciones, que se encuentra asociada, posiblemente, a los malos resultados agrícolas y a la moderación de los precios de importación de este tipo de bienes. Otros sectores que presentan contribuciones importantes al aumento de la penetración de importaciones son los de fabricación de productos metálicos y otros minerales no metálicos, donde se engloban muchos de los materiales empleados en la construcción. Finalmente, el aumento de la penetración de importaciones en la rama de vehículos de motor se encuentra relacionado con la especialización de la producción de esta industria en segmentos de gama media o baja, que se destinan a la exportación, mientras que la demanda nacional se satisface, en buena parte, con vehículos importados de gama superior³.

En síntesis, además del deterioro de los precios y costes relativos frente a los socios comerciales tradicionales de la economía española, la competencia creciente de los países de bajos costes, la recuperación de la inversión en equipo, la demanda de materiales relacionados con la construcción y la especialización de algunas industrias en productos orientados a los mercados externos, mientras que la demanda interior se satisface con productos importados, contribuyen a explicar el aumento de la penetración de las importaciones en los años más recientes.

2. Los índices de penetración de importaciones por ramas de actividad en términos reales se elaboran como el cociente entre el índice de importaciones de cada rama y una media ponderada de la producción industrial (P), menos las exportaciones (X) más las importaciones (M) de esa misma rama. Las ponderaciones se basan en el peso de cada uno de esos componentes en la demanda aparente ($P - X + M$) del año 2000. Todas las series se expresan a precios constantes. 3. En un contexto de debilidad de la producción y de la exportación de automóviles, la importación de componentes que podría contribuir también a explicar una mayor penetración de importaciones ha mantenido un avance moderado.

hacia los mercados y los sectores más maduros, donde los países de la ampliación y otras economías emergentes ejercen intensas presiones competitivas. A ello cabe añadir, en la vertiente de importaciones, la dependencia del exterior del tejido industrial español, que se manifiesta en una elevada participación de los bienes importados en la inversión en equipo y en una alta presencia de consumos intermedios importados en los procesos productivos de mayor vocación exportadora.

Todos estos factores tuvieron su reflejo en el estancamiento de las exportaciones de bienes en 2005. Según la CNE, la ventas de bienes disminuyeron un 0,4% en volumen, claramente por debajo del avance del comercio mundial, de forma que la cuota real de las exportaciones españolas descendió por segundo año consecutivo (véase gráfico 4.13). En el contexto actual, caracterizado por la rápida incorporación de las economías emergentes a los intercambios comerciales, resulta en cierta medida normal que las economías desarrolladas — como la española — pierdan peso en los mercados mundiales. Sin embargo, la pérdida de cuota registra-



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

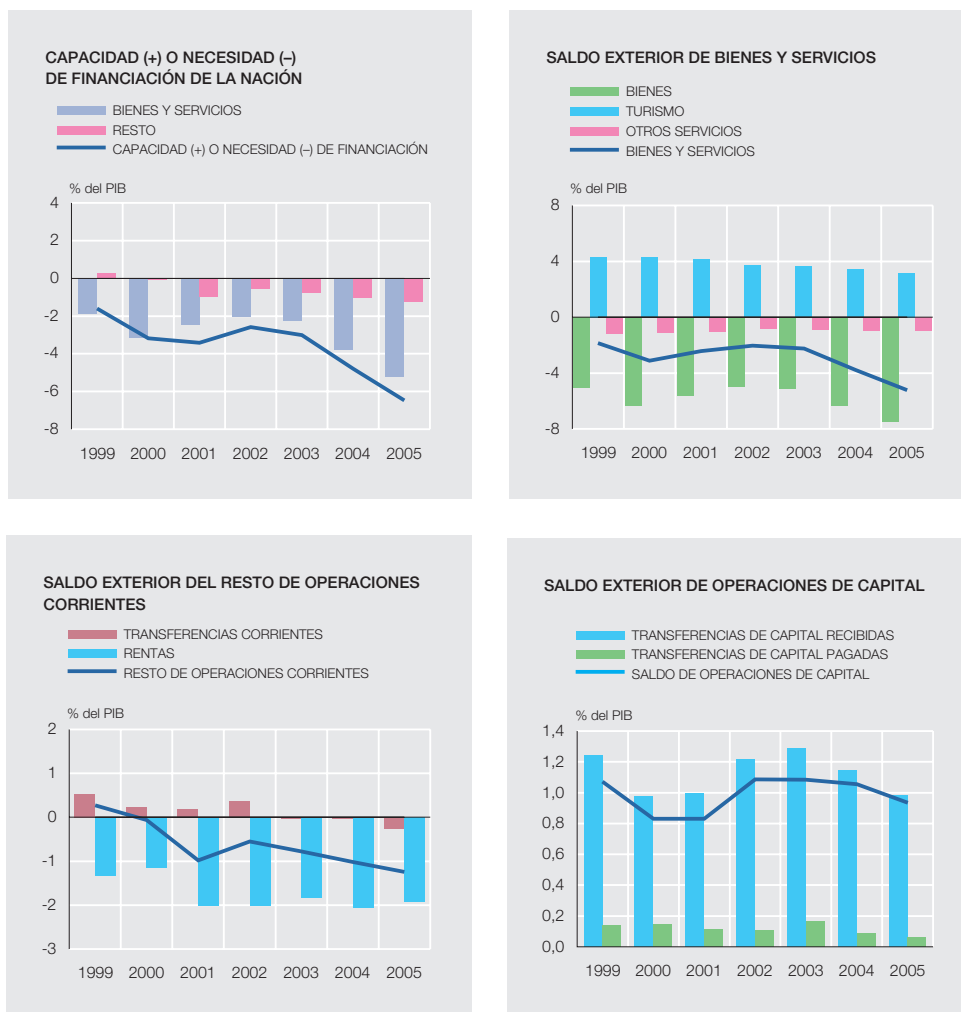
En 2004 y 2005 contrastó con su evolución en años precedentes, en los que la participación española en los mercados internacionales se mantuvo o, incluso, aumentó, al mismo tiempo que la cuota de las principales economías desarrolladas —excepto Alemania— se redujo. Además, la reducción de la participación de las exportaciones españolas en 2005 fue superior a la registrada por otros países desarrollados. Por el lado de las importaciones, el deterioro de la competitividad de la economía española se ha manifestado en un incremento de casi 2 pp en el peso de las importaciones sobre la demanda final, entre 2003 y 2005, hasta alcanzar el 27%.

6.2 EL SALDO EXTERIOR Y LAS NECESIDADES DE FINANCIACIÓN

El patrón de crecimiento de la economía española, basado en la pujanza de la demanda interna, y el propio ritmo de expansión de la actividad, muy superior al de los países de nuestro entorno, junto con la acumulación de pérdidas de competitividad que se ha comentado en el epígrafe anterior, han contribuido a que el gasto de los agentes económicos españoles haya seguido siendo muy superior a su capacidad de generar rentas, por lo que ha tenido que continuar siendo sustentado por el ahorro exterior. De hecho, en 2005, según las cifras de la Contabilidad Nacional, las necesidades de financiación de la economía española alcanzaron un nuevo máximo, situándose en el 6,5% del PIB, tras el 4,8% del año precedente, en contraste con la relativa estabilidad que registraron entre 2000 y 2003. El déficit por cuenta corriente experimentó una notable ampliación en 2005, al incrementar 1,6 pp su peso en el PIB, hasta el 7,4%, mientras que el superávit por operaciones de capital se redujo, aunque en menor medida, hasta el 0,9% del PIB, desde el 1,1% del año precedente (véase gráfico 4.14).

El déficit del comercio de bienes aumentó, por segundo año consecutivo, a tasas próximas al 30%. De este modo, en los últimos dos años ha incrementado su peso en el PIB a razón de 1,2 pp en cada ejercicio, lo que se ha venido a sumar al deterioro acumulado de años anteriores —sobre todo, en el período 1997-2000—, hasta alcanzar, en 2005, el 7,5% del PIB. Como se ha comentado en epígrafes anteriores, el vigor de los flujos reales de importación y la debilidad de las exportaciones, en un contexto de ampliación del diferencial de crecimiento con nuestros socios comerciales, unidos al empeoramiento de la relación real de intercambio, propiciaron esta desfavorable evolución del desequilibrio comercial.

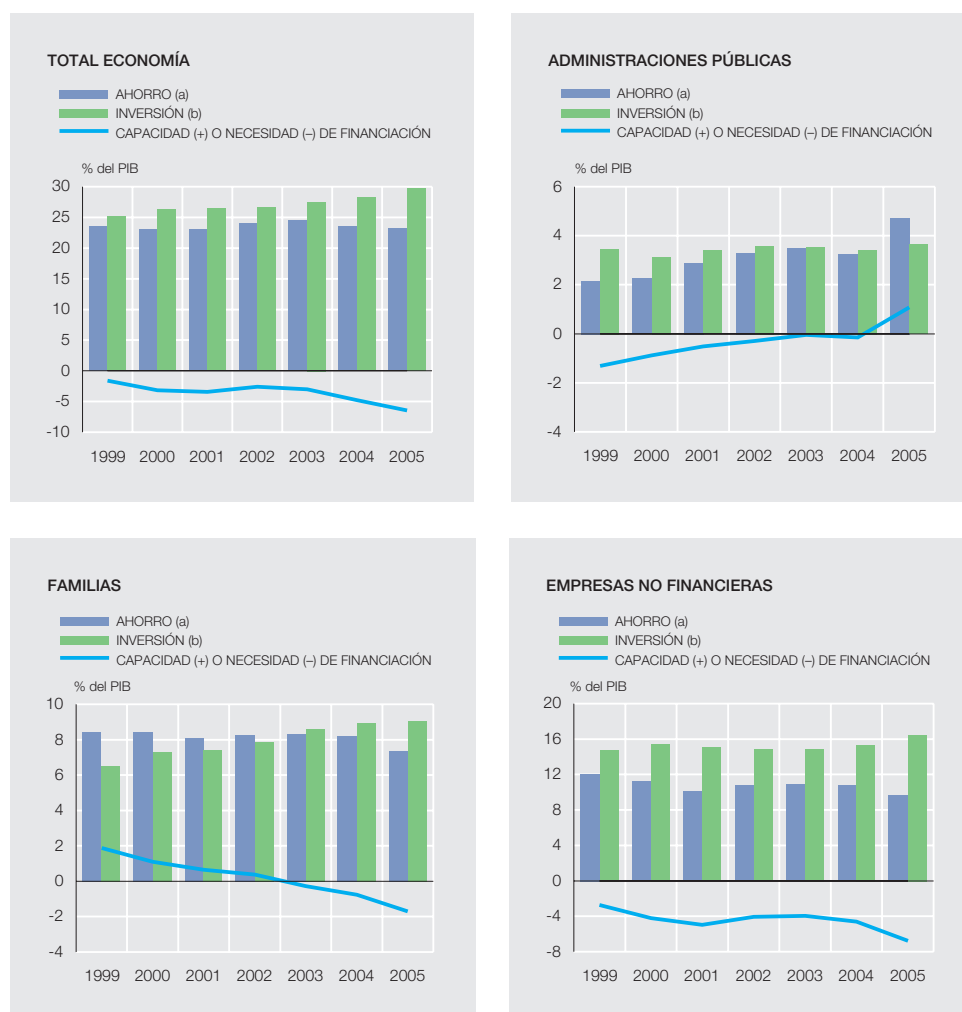
Durante 2005, y por quinto año consecutivo, el superávit turístico continuó perdiendo peso, hasta situarse en el 3,2% del PIB. Los ingresos turísticos evolucionaron de modo más favorable que en el último quinquenio, aunque crecieron por debajo del PIB nominal, mientras



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

que los pagos turísticos aumentaron a tasas superiores al 20% por segundo año consecutivo. Por su parte, las transacciones de servicios no turísticos se saldaron con un déficit del 0,9% del PIB, porcentaje similar al observado el año anterior, con un notable dinamismo tanto de los ingresos como de los pagos. Por grupos de servicios, el deterioro del saldo por servicios de transporte y servicios financieros fue compensado por la mejora del resto de componentes.

Por su parte, el déficit de rentas aminoró una décima su peso en el PIB, hasta situarse en el 1,9%, aunque continuó deteriorándose en valores absolutos. Según los datos detallados de la Balanza de Pagos, se observó un intenso deterioro en los saldos de rentas vinculadas a inversiones de cartera y a otras inversiones (fundamentalmente préstamos, depósitos y *repos*) y, de menor magnitud, en el déficit por rentas de inversiones directas. Las transferencias corrientes netas se saldaron con un déficit del 0,3% del PIB en 2005, tras haberse mantenido prácticamente en equilibrio durante los dos años precedentes. Los ingresos continuaron reflejando aumentos muy moderados, fruto de la atonía que mostraron los recibidos con cargo al FEOGA-Garantía (1,4%) y al Fondo Social Europeo (0,6%). Los pagos, sin embargo, mostraron un notable dinamismo, reflejando el impulso de los destinados a las arcas comunitarias, especialmente en concepto de Recurso PNB y de Recurso IVA, y el vigor de las remesas de emigrantes. Estas últimas aumentaron un 10,2% y ya representan más del 21% del total de



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Ahorro nacional bruto.
- b. Formación bruta de capital.

pagos por transferencias corrientes, lo que resulta coherente con el intenso crecimiento que ha experimentado la población inmigrante durante los últimos años.

Finalmente, el superávit de las operaciones de capital aminoró dos décimas su peso en el PIB, hasta el 0,9%, acusando el descenso de las transferencias comunitarias, especialmente del FEDER, la partida cuantitativamente más importante, así como del Fondo de Cohesión, mientras que los flujos correspondientes al FEOGA-Orientación mostraron una evolución creciente.

Desde el punto de vista de las decisiones de ahorro e inversión de los sectores residentes, el aumento de las necesidades de financiación de la economía española en 2005, hasta el 6,5% del PIB, fue consecuencia, sobre todo, de la pujanza de la inversión, que incrementó notablemente su participación en el PIB, hasta casi el 30%, intensificando la tónica alcista de los dos años precedentes. Por su parte, el peso del ahorro nacional bruto en el producto registró un leve descenso, hasta situarse en el 23,2%. Por sectores, las AAPP alcanzaron un resultado histórico, como se mencionó al inicio de este capítulo, al registrar por vez primera en varias décadas un superávit, que ascendió al 1,1% del PIB. Sin embargo, las necesidades de finan-

	1995		2005		Último dato
	ESPAÑA	ESP/UE15	ESPAÑA	ESP/UE15	
PIB PER CÁPITA Y COMPONENTES					
PIB per cápita (a)	13,6	78,8	23,0	90,7	2005
PIB per cápita (b)	17,7	83,6	23,0	90,7	2005
Población 16-64 / Población total	68,1	102,3	68,7	104,4	2005
Tasa de empleo (c)	50,6	81,2	63,5	94,4	2005
Productividad del trabajo (d)	51,3	101,0	52,6	92,7	2005
PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES Y STOCK DE CAPITAL					
PTF (e)	100,0	100,0	99,0	96,8	2005
Stock capital total / Empleo	114,2	89,7	154,7	87,3	2005
Capital tecnológico / PIB	3,2	44,0	4,1	49,3	2004
Capital humano / Población 16-64	34,2	56,4	46,2	71,1	2005
OTROS INDICADORES COMPLEMENTARIOS					
Gasto en I+D / PIB	0,8	43,1	1,1	54,9	2004
VAB ramas TIC (f)	3,7	77,7	3,7	66,9	2002
Gasto per cápita TIC (g)	448,9	56,8	1.050,7	71,0	2004
Gasto público educación / PIB	4,7	89,8	4,4	82,0	2002
Población de 20 a 24 años con estudios superiores / Pob. total	59,0	85,3	61,3	82,3	2005

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

- a. Miles de euros corrientes en ppc.
- b. PIB real en miles de euros del año 2005 por persona.
- c. Ocupados sobre la población de entre 16 y 64 años.
- d. Miles de euros en ppc por ocupado.
- e. Índice 1995 = 100.
- f. % sobre el VAB del total de la economía.
- g. Euros en ppc por habitante.

ciación tanto de las familias como de las empresas no financieras se incrementaron hasta el -1,7% y -6,8% del PIB, respectivamente (véase gráfico 4.15).

La evolución favorable de las cuentas públicas fue consecuencia del aumento que experimentó su capacidad de ahorro (hasta el 4,7% del PIB), que permitió enjugar sobradamente el incremento de su inversión, que llegó al 3,6% del PIB en 2005. Por el contrario, los hogares y las empresas no financieras registraron sendos descensos en sus niveles de ahorro, hasta el 7,4% y 9,7% del PIB, respectivamente, al tiempo que impulsaron sus inversiones (hasta el 9,1% y 16,4% del PIB, respectivamente). La inversión en viviendas de las familias continuó mostrando una gran fortaleza, en un año en el que las condiciones financieras se mantuvieron favorables. Del mismo modo, la inversión productiva de las empresas se recuperó intensamente en 2005, en un contexto de mejora de sus resultados económicos y de notable holgura de las condiciones de financiación. En todo caso, esas condiciones financieras comenzaron a endurecerse ligeramente a finales de 2005, dentro de un proceso que está continuando en los primeros meses de 2006.

Para detener el deterioro del déficit exterior será necesario promover ajustes en los precios relativos e introducir mejoras de la productividad. Pese a los elevados flujos de inversión, la productividad del trabajo frente a los países más desarrollados de nuestro entorno ha retrocedido en términos relativos, limitando los avances en la convergencia real, que, hasta el momento, continúan sustentados en la favorable evolución del mercado de trabajo y de la población

activa. Además, como se aprecia en el cuadro 4.4, la economía española aún mantiene un importante desfase en cuanto a la dotación de capital humano y, muy especialmente, tecnológico respecto a otros países desarrollados. Por ello, el logro de los objetivos establecidos en el plan Ingenio 2010, que establece la estrategia de I+D+i, y las medidas destinadas a la mejora del capital humano y al fomento del espíritu emprendedor resultan esenciales para seguir avanzando en el proceso de convergencia real.

En definitiva, la reconducción del desequilibrio exterior debería ser compatible con el mantenimiento de la fortaleza de la inversión, lo que podría lograrse mediante una recomposición dentro de la formación de capital hacia sus usos más productivos. Los avances en el grado de capitalización de la economía resultan imprescindibles para mejorar la capacidad de las empresas españolas de aprovechar el potencial de algunos mercados emergentes y la orientación de la producción industrial hacia aquellos segmentos de calidad superior donde las presiones competitivas de esos nuevos mercados son más moderadas. Esto ayudaría, además, a frenar la rapidez con que las presiones del gasto se trasladan al exterior, permitiendo sostener un crecimiento más alto de forma prolongada.

La evolución financiera en España

En 2005 no disminuyó la holgura de las condiciones financieras, uno de los principales factores determinantes de la continuada expansión que está experimentando la economía española. Así, en línea con la estabilidad de los tipos de interés de los mercados monetarios y con el ligero retroceso de las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo, tanto el coste de los préstamos concedidos por las entidades de crédito a hogares y sociedades como el de la emisión de valores de renta fija sufrieron escasas variaciones, de manera que permanecieron en niveles notablemente reducidos. Al mismo tiempo, el mantenimiento en las bolsas del perfil ascendente de las cotizaciones que se inició en 2003 tendió a facilitar la obtención de fondos mediante ampliaciones de capital. No obstante, durante los últimos meses del año, coincidiendo con la mejoría de las perspectivas económicas del área del euro y con las expectativas de un cambio de tono de la política monetaria, se produjeron aumentos de los tipos de interés negociados en los mercados, tanto a corto como a largo plazo, que se trasladaron al precio de la financiación con deuda del sector privado. Estos movimientos, que se han prolongado en los primeros meses del presente ejercicio, fueron en todo caso moderados y, además, han venido acompañados de nuevas revalorizaciones de las acciones.

Asimismo, en 2005 se mantuvo el perfil creciente de la riqueza neta de las familias, gracias tanto a la revalorización de la cartera financiera como, sobre todo, a la evolución del precio de la vivienda, que siguió creciendo a una tasa elevada (12,8% en diciembre, en términos interanuales), aunque alrededor de 4 puntos porcentuales (pp) menor que la observada al final de 2004. La reducción en el ritmo de avance del valor de los inmuebles, que se ha mantenido durante el primer trimestre del año en curso, hasta alcanzar el 12%, supone un cambio de tendencia y, como se ha indicado en el capítulo 1, aumenta las posibilidades de que la sobrevaloración que presentan estos activos sea absorbida de manera gradual durante los próximos ejercicios.

Tanto la mayor riqueza del sector privado como el bajo coste de su deuda contribuyeron a explicar que su gasto experimentara un dinamismo superior al de sus rentas, sustentado en un importante recurso a la financiación ajena. Esta siguió expandiéndose a un ritmo elevado, y ha continuado haciéndolo durante los primeros meses de 2006. Así, la recibida por los hogares avanzó el pasado año a una tasa en el entorno del 21% (ligeramente por encima de la observada en 2004), evolución que estuvo nuevamente liderada por el crédito para adquisición de vivienda, que se incrementó en más del 24%. De este modo, prosiguió la trayectoria creciente del endeudamiento y de la carga financiera asociada, al tiempo que se volvió a reducir la capacidad de ahorro del sector tras atender las obligaciones financieras.

En el caso de las sociedades, la tasa de crecimiento interanual de los recursos ajenos aumentó más de 7 pp, y se situó, a finales del ejercicio, cerca del 21%. El desglose por actividades productivas de los préstamos concedidos por las entidades residentes, que es el principal componente de estos fondos, revela que, aunque la aceleración fue bastante generalizada, las ramas que continuaron experimentando un mayor dinamismo fueron las ligadas a la promoción inmobiliaria y a la construcción. En este contexto, el endeudamiento y la carga financiera asociada del conjunto del sector mostraron, al igual que ocurrió con los hogares, un perfil claramente ascendente. Por su parte, los beneficios tuvieron un comportamiento favorable, especialmente en el caso de las grandes empresas, aunque esta mejoría no fue suficiente para que se redujera el grado de presión financiera sobre la inversión y el empleo. De este modo, los indicadores sintéticos disponibles que aproximan este concepto aumentaron ligeramente, aunque se mantuvieron en valores moderados.

El avance de las necesidades de financiación de empresas y familias no fue compensado por la mayor generación neta de recursos financieros por parte de las AAPP y, en menor medida, de las instituciones financieras, por lo que la nación tuvo que incrementar la apelación al ahorro del resto mundo. El grueso de estos fondos fue canalizado por las instituciones financieras a través de instrumentos como los préstamos interbancarios y, sobre todo, valores que, en buena parte, fueron emitidos por fondos de titulización y están vinculados a créditos hipotecarios. El recurso a los mercados de capitales por parte de las entidades se ha visto facilitado por su elevada solidez patrimonial, apoyada por unos resultados que volvieron a crecer de manera notable, por los niveles confortables en los que se sitúa la ratio media de solvencia, muy por encima del mínimo requerido, y por la elevada cobertura de los activos dudosos.

Por lo tanto, la posición financiera del conjunto de los sectores residentes continúa siendo compatible con el mantenimiento del dinamismo actual de la economía española. No obstante, el intenso crecimiento de los compromisos financieros de familias y empresas y la elevada concentración de sus inversiones en el sector inmobiliario siguen incrementando la sensibilidad de las decisiones de consumo, inversión y empleo a la evolución de los tipos de interés y de los precios de la vivienda. Esta sensibilidad adquiere especial relevancia en un contexto en el que ha aumentado la probabilidad de que, en el futuro próximo, el tono relajado de la política monetaria en la zona del euro se vaya progresivamente normalizando y el precio de la vivienda mantenga e incluso intensifique el proceso de desaceleración que ya ha iniciado. Asimismo, a pesar de que una parte de sus riesgos está siendo transferida a otros inversores nacionales y extranjeros, las entidades de crédito están ampliando su exposición a los desarrollos en el mercado de inmuebles a un ritmo que difícilmente podrá mantenerse en el tiempo. En todo caso, la fortaleza de los balances bancarios tiende a amortiguar el posible alcance de los riesgos de naturaleza financiera que inciden sobre el comportamiento del gasto de la economía en el medio plazo.

1 Los flujos financieros de la economía española

Los recursos financieros generados, en términos netos, por las AAPP (y las instituciones financieras) resultaron insuficientes para financiar la diferencia entre el gasto de las empresas no financieras y las familias españolas y sus ingresos. La consiguiente apelación al ahorro exterior aumentó con respecto al ejercicio anterior y superó el 6% del PIB, un porcentaje que constituye un máximo en la historia reciente de nuestra economía y que se sitúa entre los valores más elevados registrados en los principales países desarrollados.

1.1 HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Desde mediados de los noventa, el ahorro financiero neto de los hogares españoles ha venido representando una proporción decreciente del PIB, en un contexto marcado por una notable holgura de las condiciones de financiación. Esta tendencia, que en 2004 se tradujo en el abandono del tradicional papel del sector como suministrador de fondos, se prolongó el pasado ejercicio, de manera que las operaciones financieras netas de las familias arrojaron un saldo deudor que se situó en el 1,4% del PIB (véase gráfico 5.1). Este comportamiento fue el resultado tanto de una contracción de su tasa de ahorro bruto como del continuado dinamismo de su inversión residencial.

Como cabría esperar en estas condiciones, las operaciones pasivas de los hogares experimentaron una fuerte expansión y alcanzaron un volumen cercano al 12% del PIB (frente al 10,3% en 2004). Los fondos captados por el sector crecieron a una tasa interanual superior al 21%, impulsados un año más por la revalorización de los activos inmobiliarios (que actúan como colateral de una parte importante de los préstamos obtenidos), por el crecimiento del empleo y las rentas de las familias y por los reducidos tipos de interés. Por finalidades, tanto el crédito para la adquisición de vivienda como el destinado al consumo y otros fines se aceleraron, de manera que sus tasas de expansión se situaron en el entorno del 24% y el 13%, respectivamente.



FUENTE: Banco de España.

- a. Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de año.
- b. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.
- c. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.
- d. No se incluyen las empresas de seguros ni los fondos de inversión.

Las sociedades no financieras experimentaron, también, un marcado incremento de sus necesidades netas de fondos, en un contexto de recuperación de su formación bruta de capital. Así, el saldo deudor de sus operaciones financieras netas superó el 7% del PIB. Al poner en perspectiva este dato, no obstante, es importante recordar que la cifra correspondiente a 2004 está afectada por un episodio puntual (la asunción de la deuda de RENFE por parte del Estado) que restó siete décimas de PIB al saldo deudor del sector en ese año.

En términos brutos, las necesidades de fondos se vieron adicionalmente impulsadas por el avance de las operaciones de adquisición de activos financieros, que supusieron el 18,4% del PIB (más de 2 pp por encima del dato de 2004). Este aumento fue bastante generalizado entre los diferentes componentes de la cartera de las sociedades, aunque refleja, sobre todo, el crecimiento de los medios de pago. Además de esta última rúbrica, cabe destacar la ligera recuperación de la inversión en acciones y participaciones, que se concentró en empresas domésticas, y que alcanzó un 6,6% del PIB en un contexto de revalorización de las acciones cotizadas.

La *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos que cubren el diferencial entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior con carácter permanente, se incrementó hasta superar el 11% del PIB (véase pro memoria del cuadro 5.1). Este porcentaje se sitúa por debajo de los valores máximos observados en 2000 y su avance fue similar al del saldo de las operaciones netas del sector. El crédito comercial también exhibió un notable dinamismo, aunque debe recordarse que esta rúbrica no se netea en las *Cuentas Financieras de la Economía Española* y que su contrapartida en el pasivo de las sociedades se elevó también en una cuantía significativa (véase la partida Resto del cuadro 5.1).

Así pues, los fondos obtenidos por las sociedades no financieras se incrementaron notablemente, hasta alcanzar un importe que superó el 25% del PIB (5 pp por encima del dato de 2004). Como corresponde a una economía altamente bancarizada, una parte importante de los flujos se materializó en créditos de las entidades residentes (13% del PIB), aunque los préstamos exteriores también experimentaron una aceleración que, en todo caso, mantiene los volúmenes captados en registros muy moderados (en torno al 2% del PIB). El papel de los valores de renta fija, por el contrario, continuó siendo limitado. Conjuntamente considerados, estos componentes de la financiación, que son los que llevan aparejado un coste explícito, experimentaron una fuerte aceleración que llevó su tasa de crecimiento interanual al entorno del 21%, frente al 13% del ejercicio anterior (véase pro memoria del cuadro 5.1). Sin embargo, el dinamismo de los recursos propios se redujo, de manera que la emisión de acciones y otras participaciones supuso aproximadamente un 3,2% del PIB.

Es importante resaltar que el desglose de la financiación bancaria por ramas de actividad continuó revelando una gran fortaleza del crédito destinado a la construcción y, sobre todo, a los servicios inmobiliarios, que avanzaron a un ritmo del 28% y 45%, respectivamente, en términos interanuales (9 y 1 pp más que en el ejercicio previo). Los préstamos a la industria experimentaron una aceleración sostenida a lo largo del año, de forma que su crecimiento para el conjunto del ejercicio se situó cerca del 15% (5%, en 2004), evolución similar a la de los fondos dirigidos al resto de ramas de los servicios, que crecieron por encima del 15%, 5 pp más que un año antes.

1.2 ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

El proceso de consolidación fiscal que viene caracterizando el comportamiento de las AAPP en los últimos años se plasmó finalmente en la inversión del saldo neto del sector, que arrojó una capacidad de financiación superior al 1% del PIB (véase gráfico 5.2). Para valorar este cambio, no obstante, es preciso recordar de nuevo que el dato de 2004 se vio negativamente afectado por la asunción de la deuda de RENFE por parte del Estado.

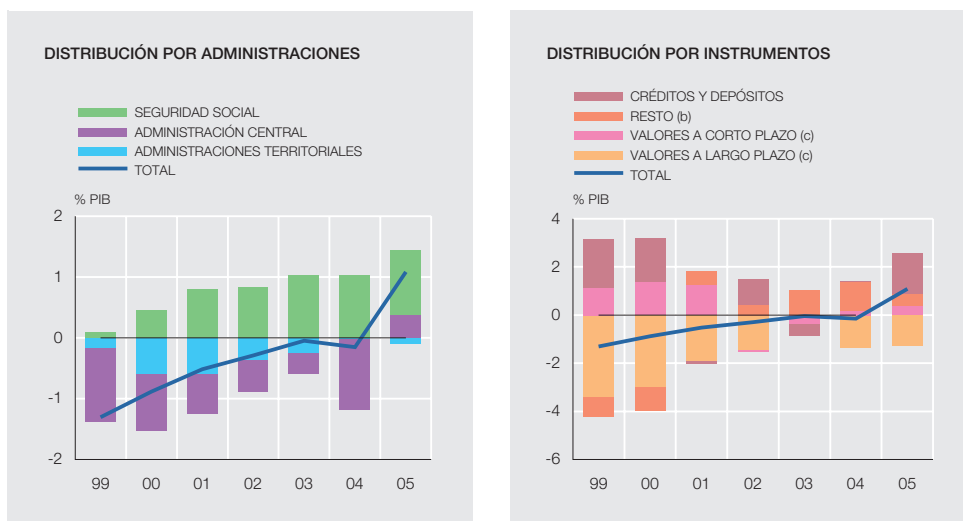
En todo caso, la generación de ahorro en 2005 resultó, en gran medida, del comportamiento de la Seguridad Social y, por primera vez, aunque en menor grado, de la Administración Central. Las Administraciones Territoriales (AATT), en cambio, presentaron un pequeño déficit. El superávit de la primera permitió aumentar las dotaciones al Fondo de Reserva, creado en 2000, en 7 mm de euros, lo que elevó su saldo por encima de los 27 mm de euros.

La Administración Central y las AATT realizaron una emisión neta de valores por valor de aproximadamente 6,7 mm de euros, lo que marca un lógico retroceso con respecto al año precedente. Esta cifra fue el resultado del aumento de las obligaciones en 10,2 mm de euros y la amortización de títulos a corto plazo por un importe de 3,5 mm de euros. Por subsectores, los fondos captados en los mercados por la Administración Central descendieron hasta los 3,9 mm de euros, y el mayor peso de los instrumentos de largo plazo volvió a aumentar la vida media de su deuda, que se situó, al final del ejercicio, en los 6,6 años. En cambio, la emisión neta de las Comunidades Autónomas alcanzó los 2,8 mm de euros, lo que supone un 80% más que el volumen de 2004.

% PIB	2002	2003	2004	2005
HOGARES E ISFLSH				
Operaciones financieras (activos)	8,6	9,0	9,7	10,4
Medios de pago	3,5	4,1	4,0	4,4
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,0	-0,3	1,3	2,0
Acciones y otras participaciones (b)	0,6	0,6	0,5	0,1
Fondos de inversión	0,2	2,3	1,5	1,9
<i>FIAMM</i>	0,7	0,6	-0,2	0,2
<i>FIM</i>	-0,5	1,7	1,6	1,5
Reservas técnicas de seguros	2,5	1,8	1,8	1,8
De las cuales:				
<i>De vida</i>	1,4	0,7	0,7	0,8
<i>De jubilación</i>	0,9	0,9	0,8	0,8
Resto	-0,3	0,5	0,7	0,2
Operaciones financieras (pasivos)	8,0	8,8	10,3	11,8
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,2	9,2	10,8	12,5
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	5,1	7,0	8,7	10,3
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,1	2,2	2,0	2,3
Resto	0,8	-0,3	-0,5	-0,7
SOCIEDADES NO FINANCIERAS				
Operaciones financieras (activos)	14,6	15,9	15,8	18,4
Medios de pago	1,6	0,9	1,0	2,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,6	1,2	0,4	1,3
Acciones y otras participaciones (b)	6,6	7,5	6,4	6,6
De las cuales:				
<i>Frente al resto del mundo</i>	4,6	4,5	3,8	3,8
Resto	4,7	6,4	8,0	8,3
Operaciones financieras (pasivos)	18,9	20,3	20,5	25,5
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	5,4	6,1	8,4	12,9
Préstamos exteriores	2,7	2,7	0,7	2,0
Valores de renta fija (a)	-0,4	-0,2	0,0	0,0
Acciones y otras participaciones	5,9	5,2	4,6	3,2
Resto	5,3	6,5	6,8	7,4
PRO MEMORIA:				
Brecha de financiación sociedades no financieras (d)	-8,6	-8,5	-9,0	-11,3
Brecha de financiación sociedades no financieras sin ETVE (e)	-6,4	-6,9	-8,5	-11,0
TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):				
Financiación (f)	14,0	15,9	16,2	21,0
Hogares e ISFLSH	16,2	19,0	20,1	21,2
<i>Adquisición de vivienda</i>	17,1	21,6	23,6	24,5
<i>Consumo y otros fines</i>	14,4	13,7	12,2	13,3
Sociedades no financieras	12,4	13,5	13,2	20,8

FUENTE: Banco de España.

- a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.
b. Excluye los fondos de inversión.
c. Incluye los créditos titulizados.
d. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.
e. Descontando la inversión directa realizada por las Empresas de Tenencia de Valores Extranjeros.
f. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulación.



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.

Una parte importante de los valores emitidos por el Estado y las AATT fue a parar al Fondo de Reserva de la Seguridad Social, importe que figura en el gráfico 5.2 bajo la rúbrica «Resto». De hecho, algo más de la mitad de las adquisiciones brutas de activos de dicho Fondo se materializaron en deuda pública española (que representa, por otra parte, en torno al 80% de la cartera). En el gráfico 5.2 puede observarse asimismo que los recursos obtenidos mediante las emisiones realizadas por las AAPP se materializaron también en un aumento de sus depósitos, netos de créditos.

1.3 LA INVERSIÓN Y LA FINANCIACIÓN EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Uno de los desarrollos que más fielmente refleja la progresiva internacionalización de la economía española es la evolución de sus flujos de inversión y financiación con el resto del mundo. De este modo, y como muestra el cuadro 5.2, el pasado año no solo se registró un importante incremento de las operaciones de captación de fondos, un comportamiento esperable habida cuenta del incremento de las necesidades de financiación de la nación hasta superar el 6% del PIB, sino que dicho avance se vio también impulsado por una creciente adquisición de activos en el exterior por parte de los agentes residentes, que supuso aproximadamente un 18% del PIB (14% en 2004).

Así, los hogares y las sociedades no financieras, a pesar de sus necesidades netas de recursos financieros, elevaron sus adquisiciones directas netas de activos en el exterior por un valor equivalente al 2% del PIB (véase gráfico 5.1). Asimismo, aumentaron sus tenencias indirectas a través de los inversores institucionales, cuyas compras en el extranjero alcanzaron el 2,8% del PIB. Incluso las AAPP tuvieron una contribución positiva a estos efectos en 2005, ya que el Fondo de Reserva de la Seguridad Social adquirió deuda soberana de países de la zona del euro por un importe del 0,5% del PIB, al tiempo que el saldo de valores públicos españoles en manos de los no residentes no experimentó variaciones significativas. En este contexto, las entidades de crédito y el resto de las instituciones financieras reforzaron su protagonismo en la canalización de fondos foráneos, de modo que las entradas netas de capital intermediadas por ambos crecieron notablemente, hasta suponer más del 12% del PIB, casi 4 pp más que en 2004.

% PIB	2002	2003	2004	2005
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,6	-3,0	-4,8	-6,5
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	12,9	13,5	13,8	17,7
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,3	0,7	3,2	2,4
Del cual:				
<i>Interbancario (a)</i>	2,3	0,5	0,7	3,2
Valores distintos de acciones	4,1	6,5	1,8	8,7
De los cuales:				
<i>Entidades de crédito</i>	0,5	3,5	1,0	6,6
<i>Inversores institucionales</i>	2,7	3,5	0,3	2,1
Acciones y otras participaciones	5,0	4,7	6,8	4,9
De las cuales:				
<i>Sociedades no financieras</i>	4,6	4,5	3,8	3,8
<i>Inversores institucionales</i>	-0,1	1,1	0,8	0,8
Préstamos	0,1	0,3	0,8	1,1
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	15,5	16,5	18,5	24,2
Depósitos	4,0	6,9	1,7	5,3
Del cual:				
<i>Interbancario (a)</i>	3,1	5,3	5,0	7,2
Valores distintos de acciones	4,3	5,3	12,4	15,5
De los cuales:				
<i>Administraciones Públicas</i>	1,2	-1,0	2,7	0,0
<i>Entidades de crédito</i>	1,3	3,5	4,6	6,3
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	1,8	2,8	5,1	9,3
Acciones y otras participaciones	4,0	1,1	2,7	0,8
Del cual:				
<i>Sociedades no financieras</i>	3,3	1,3	1,7	1,0
Préstamos	3,0	2,8	1,3	2,0
Otros neto (b)	-0,1	-0,8	-0,6	-0,1
PRO MEMORIA				
Inversión directa de España en el exterior	4,8	3,1	5,8	3,4
Inversión directa del exterior en España	5,7	2,9	2,4	2,0

FUENTE: Banco de España.

a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen *repos*.

b. Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activo que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

El desglose por instrumentos de la adquisición de activos (véase cuadro 5.2) revela un importante dinamismo de los valores distintos de acciones (8,7% del PIB, frente al 1,8% del ejercicio anterior), que se explica en gran medida por el mayor volumen de compras realizadas por las entidades de crédito, que alcanzaron el 6,6% del PIB. La compra de acciones y otras participaciones se situó cerca del 5% del PIB, lo que supone una reducción de casi 2 pp, que responde, en parte, a que en 2004 una entidad de crédito española realizó una importante operación¹. No obstante, aunque los flujos de inversión directa hacia el exterior se redujeron, España continuó siendo una de las economías más dinámicas en este tipo de operaciones dentro del contexto europeo (véase recuadro 5.1). Según la información del Registro de Inversiones, y una vez ex-

1. El grupo SCH adquirió la entidad inglesa Abbey National Bank.

Durante 2005, la economía española continuó realizando un esfuerzo inversor en el exterior que, medido en términos de los flujos netos de inversión directa¹ (ID), representó un 1,2% del PIB. Esta ratio está en línea con el promedio observado desde 1997, pero se sitúa 2 pp por debajo del dato de 2004 (véase primer panel del gráfico). Tanto en el conjunto de la zona del euro como en la mayor parte de sus Estados miembros (las excepciones son Finlandia, Portugal y Bélgica), se registró también un saldo neto acreedor de la ID. En cambio, los países de la ampliación de la UE acrecentaron su carácter de receptores netos de este tipo de fondos, al tiempo que Estados Unidos y el Reino Unido pasaron a captar un volumen neto positivo de ID en 2005. La economía americana volvió, de este modo, a registrar un saldo deudor comparable al mantenido durante la segunda mitad de los noventa. Al Reino Unido, en cambio, los datos del último ejercicio le distancian de su tradicional papel de exportador de este tipo de capital.

El comportamiento de los flujos netos de ID fue, no obstante, el resultado de movimientos dispares de los activos y los pasivos en cada una de las regiones (véase el cuadro adjunto). En general, durante 2005 se produjo una cierta reactivación de la ID en Europa, en un contexto propicio caracterizado por el mantenimiento de unas condiciones holgadas de financiación, por la mejora de las perspectivas económicas internacionales y por la evolución favorable de los beneficios de las empresas y de los precios de los activos. Asimismo, los

avances en la integración económica europea y la reciente ampliación de la UE continuaron impulsando esta actividad.

Los flujos de capital recibidos por la economía española representaron un 2% del PIB, un porcentaje próximo al del promedio del período 2001-2004 y similar al del conjunto de los países de la UEM (en términos no consolidados). En los países de la zona del euro, la ID exterior también creció en línea con su PIB², y solamente en Irlanda y Bélgica se produjeron retrocesos importantes en este tipo de inversión. Para el área en su conjunto, predominó la actividad entre los países miembros, de modo que los recursos procedentes del resto del mundo mantuvieron la senda de descenso iniciada en 2001. Por otro lado, como cabría esperar tras la ampliación de la UE en 2004, la afluencia de fondos hacia los nuevos socios continuó aumentando durante el pasado año. Por último, en el Reino Unido y, de forma mucho más tímida, en Estados Unidos, prosiguió la recuperación que se inició en 2004.

Por el lado del activo, se redujeron las salidas de capital en forma de ID en la economía española, aunque el volumen fue superior al promedio del período 2001-2003. Además, España fue el quinto mayor exportador de ID en la UEM, en términos de PIB, por detrás de Holanda, Irlanda, Bélgica y Francia. En la zona del euro, en cambio, se produjo un notable incremento de la actividad inversora, tanto si

1. Todas las cifras referidas a España excluyen la actividad de las Entidades de Tenencia de Valores Extranjeros (ETVE).

2. Si se excluye Luxemburgo, país que en estas operaciones suele actuar como centro financiero, el crecimiento de las entradas de ID de la suma de países miembros fue mayor, desde el 1,2% del PIB en 2004 al 1,7% en 2005.

En % del PIB

	Flujos de inversión directa					
	Entradas de capital			Salidas de capital		
	Media 2001-2003	2004	2005	Media 2001-2003	2004	2005
España, exc. ETVE	2,5	2,1	2,0	2,1	5,3	3,2
Francia	2,9	1,2	2,4	3,2	2,3	4,7
Italia	1,2	1,0	0,9	1,0	1,1	2,4
Alemania	1,9	-0,5	0,8	0,6	0,1	1,6
Portugal, exc. paraísos fiscales	0,9	1,6	1,8	1,2	2,4	1,1
Holanda, exc. SPE	4,9	0,1	6,6	7,8	2,8	20,0
Irlanda	19,2	6,0	-11,4	6,3	8,6	6,5
Grecia	0,2	0,7	0,3	0,2	0,3	0,7
Finlandia	4,0	1,9	2,4	2,2	-0,6	1,4
Bélgica	8,4	11,8	6,4	8,6	9,4	6,2
Austria (a)	1,5	1,4	2,1	2,8	2,5	2,3
Zona del euro sin consolidar (b)	4,3	2,0	2,0	4,4	3,0	4,4
Zona del euro frente a Resto del mundo (b)	2,3	1,1	0,7	2,1	1,7	2,6
Reino Unido	1,6	3,6	7,5	3,3	4,5	4,6
Países UE de la ampliación	4,4	4,7	5,6	0,4	0,6	...
Estados Unidos	0,7	0,9	1,0	1,4	2,2	0,2

FUENTES: AMECO, OCDE, UNCTAD y bancos centrales nacionales.

a. Anualizado con datos hasta septiembre de 2005.

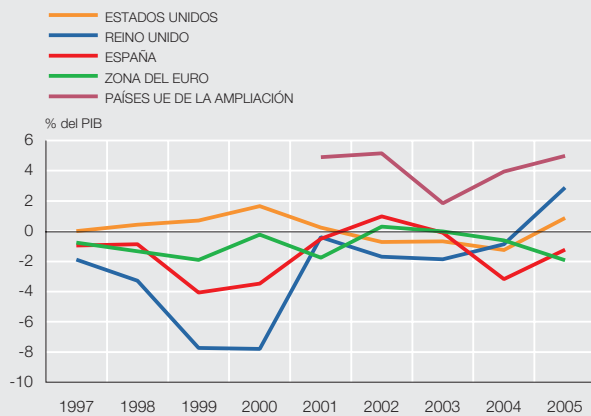
b. La zona del euro sin consolidar incluye los flujos entre países miembros. Nótese que, debido a las distintas fuentes estadísticas empleadas, existe cierta discrepancia entre los flujos netos de inversión directa para los datos consolidados y sin consolidar.

se considera la suma de las operaciones de los países miembros como si se analiza el área de forma consolidada, interrumpiéndose, de este modo, la tendencia descendente observada desde 2001. A esta evolución contribuyó el comportamiento más expansivo de estos flujos particularmente en Holanda, Francia y Finlandia. Finalmente, mientras que la ID del Reino Unido creció en línea con su PIB, en Estados Unidos se produjo una notable reducción.

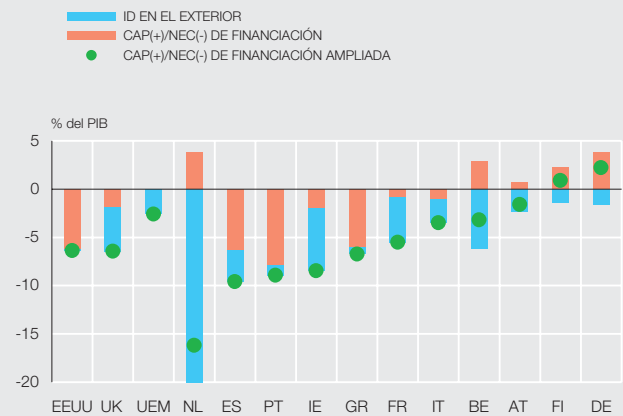
Para acometer estas inversiones, la economía española necesitó incrementar su recurso al capital extranjero, ante la insuficiencia de

ahorro nacional. Así, la capacidad o necesidad de financiación ampliada, que recoge los fondos necesarios para financiar el déficit de la cuenta corriente y de capital y los flujos de ID hacia el resto del mundo, presentó un saldo deudor cercano al 10% del PIB (véase segundo panel del gráfico adjunto). Este valor es de los más elevados en el panorama internacional, lo que se explica, sobre todo, por la fortaleza del gasto doméstico en relación con el ahorro. En una situación similar se encuentran Estados Unidos, Portugal y Grecia. En cambio, en el Reino Unido, Holanda e Irlanda fueron las exportaciones de capital las que justificaron una elevada necesidad de recursos foráneos.

1 FLUJOS NETOS DE INVERSIÓN DIRECTA (a)



2 NECESIDAD DE FINANCIACIÓN AMPLIADA EN 2005 (a)



FUENTES: AMECO, OCDE, UNCTAD y bancos centrales nacionales.

a. En el caso de Holanda, Portugal y España se excluye, respectivamente, la actividad de los SPE (*Special Purpose Entities*), paraísos fiscales de Madeira y Santa María y empresas de tenencias de valores extranjeros. Información de Austria anualizada con datos hasta septiembre de 2005.

cluidas las ETVE², el principal destino de los fondos fue la Unión Europea, que concentró más del 74% del total. Los nuevos países de la UE y, en particular, República Checa y Hungría recibieron más del 25% de los flujos. La actividad de las ETVE, por otro lado, continuó disminuyendo, a medida que se agota el impulso que supuso la reforma fiscal del año 2000.

Las entradas de capital, por su parte, continuaron materializándose principalmente en valores distintos de acciones emitidos por el sector privado, vía por la que se captaron recursos por un importe superior al 15% del PIB (3 pp por encima del dato del año anterior). Las entidades de crédito y, sobre todo, los fondos de titulización y los emisores de participaciones preferentes (incluidos en el agregado «otras instituciones financieras no monetarias») fueron los principales emisores de estos títulos, y través de ellos se canalizaron fondos por un valor equivalente a aproximadamente el 6% y el 9% del PIB, respectivamente. Hay que destacar que un porcentaje elevado de estos activos está asociado a préstamos hipotecarios, por lo que esta fuente de financiación está vinculada a los desarrollos en el mercado inmobiliario nacional.

2. Las ETVE son sociedades *holding* que utilizan España como plataforma para sus inversiones en terceros países, aprovechando las ventajas relativas del régimen fiscal español en esta materia.

Los fondos captados a través del mercado interbancario continuaron siendo relativamente importantes y proporcionaron recursos netos por un valor equivalente al 4% del PIB. Sin embargo, la inversión directa en España descendió como consecuencia de la menor actividad de las ETVE. Descontando la operativa de estas empresas, el avance de estos flujos fue similar al crecimiento económico del país, y representaron el 2% del PIB. Por instrumentos, cabe destacar que la financiación recibida de empresas relacionadas se redujo hasta el 0,5% del PIB, mientras que la entrada de capital en forma de acciones se recuperó, después de tres años de desinversiones en este tipo de valores, aunque fue modesta (0,3% del PIB). También merece la pena reseñar que la adquisición de inmuebles se redujo por segundo año consecutivo, hasta situarse en el 0,6% del PIB (0,8% en 2004).

Según el Registro de Inversiones, el origen de los recursos captados en forma de inversión directa correspondió, por orden de importancia, a Francia, Estados Unidos, Reino Unido y Alemania, que conjuntamente concentraron el 78% de las inversiones brutas (excluyendo la actividad de las ETVE). Entre los sectores destinatarios destacaron las telecomunicaciones, la industria química, la fabricación de vehículos a motor y las actividades inmobiliarias.

Los flujos de capital comentados en los párrafos anteriores causaron un nuevo aumento de la posición deudora frente al exterior (véase gráfico 5.1), que, lógicamente, se vio también afectada por las variaciones en el precio de los activos y en el tipo de cambio del euro. Los pasivos exteriores netos se situaron cerca del 47% del PIB (43% un año antes). Este registro resulta elevado en comparación con la mayoría de los países de la UEM. En 2004 (última observación disponible) solo Grecia y Portugal presentaban una situación más desfavorable (entre el 60% y el 70% de sus respectivos PIB), mientras que Alemania y Francia mostraban, incluso, un saldo neto positivo. El deterioro en el caso español se derivó, fundamentalmente, del comportamiento del sector financiero (excluidos los inversores institucionales), que, como se ha explicado, ha sido el que ha canalizado el grueso de los recursos necesarios para financiar el exceso de gasto de la nación. Adicionalmente, la composición de las entradas de capital resultó en un notable avance de la deuda externa (que incluye solo los pasivos exigibles), que alcanzó prácticamente el 126% del PIB. Este nivel, sin embargo, resulta moderado en relación con el de otras economías de nuestro entorno (en Francia y Alemania las cifras son similares a la nuestra, mientras que en el Reino Unido, por ejemplo, se supera el 300% del PIB). El mayor crecimiento se produjo, como cabría esperar, en el caso de las instituciones financieras, que concentran más del 60% de estas obligaciones.

2 Los mercados financieros españoles

Las principales tendencias que se observaron en 2004 en los mercados primarios y secundarios españoles se mantuvieron en 2005 y se han prolongado, incluso, durante los primeros meses del año en curso. Así, las emisiones de instrumentos de renta fija continuaron dominando abrumadoramente sobre las de títulos de renta variable y, en particular, las realizadas por las instituciones financieras siguieron experimentando un notable dinamismo; los volúmenes negociados avanzaron a tasas elevadas, especialmente en el caso de la deuda del sector financiero; y las acciones cotizadas volvieron a revalorizarse, en un contexto en el que los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo permanecieron en niveles históricamente bajos, pese a repuntar ligeramente en el tramo final del ejercicio.

2.1 LOS MERCADOS PRIMARIOS

La emisión neta de instrumentos de renta fija superó los 184 mm de euros (véase cuadro 5.3). Esta cifra supuso un avance del 39% con respecto al año anterior y representa aproximadamente una cuarta parte de la nueva oferta de este tipo de valores en el conjunto de la UEM. Si se descompone el dato por sectores emisores, resulta evidente el protagonismo, un ejercicio más, de las instituciones financieras, que han recurrido de modo intenso a este mercado para financiar directa o indirectamente la continua ampliación de la brecha entre el crédito bancario

Millones de euros

	2002	2003	2004	2005
Emisiones netas de residentes (a)	44.990,9	77.741,2	146.720,4	184.371,8
Renta fija	41.233,4	75.966,0	129.158,1	180.139,8
<i>Administración Central</i>	7.586,2	327,7	6.650,1	3.890,0
<i>AATT</i>	3.169,5	1.784,3	1.533,0	2.792,0
<i>Instituciones financieras monetarias</i>	13.656,6	42.910,9	61.363,6	78.039,9
<i>Otros intermediarios financieros</i>	19.098,3	31.892,6	59.591,0	95.455,1
<i>Sociedades no financieras</i>	-2.277,3	-949,6	20,3	-37,2
Renta variable	3.757,5	1.775,2	17.562,3	4.232,0
<i>Instituciones financieras monetarias</i>	1.725,0	248,2	15.786,9	1.272,4
<i>Otros intermediarios financieros</i>	140,8	62,4	486,3	-4,7
<i>Sociedades no financieras</i>	1.891,7	1.464,5	1.289,1	2.964,3
Ofertas públicas de venta	1.009,4	417,4	2.557,0	157,1
<i>Privatizaciones</i>	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Resto</i>	1.009,4	417,4	2.557,0	157,1
PRO MEMORIA:				
Emisiones netas de filiales en el extranjero	14.778,1	12.473,2	-30.336,2	-20.652,3
Instituciones financieras	13.078,9	8.325,1	-26.744,3	-15.496,9
Sociedades no financieras	1.699,2	4.148,1	-3.591,9	-5.155,4

FUENTES: CNMV y Banco de España.

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

y los fondos captados a través de los depósitos tradicionales de empresas y familias. Como en años anteriores, una parte importante de estos activos fue adquirida por no residentes.

En 2005, sin embargo, las operaciones realizadas por las instituciones financieras no monetarias (94 mm de euros) superaron por primera vez a las de las entidades de crédito (78 mm de euros). La actividad de las primeras, que se materializó básicamente en bonos de titulización y en participaciones preferentes y otros valores asimilados, se ha visto beneficiada por la aprobación de la Ley 19/2003, que incentivó la puesta en circulación de esta modalidad de títulos por parte de empresas nacionales (véase recuadro 5.2). Ello explica, a su vez, el valor negativo de las emisiones netas de sus filiales en el extranjero.

Es importante destacar la creciente relevancia de los valores con garantía hipotecaria en los mercados primarios españoles. Así, por ejemplo, las emisiones de bonos de titulización, entre los que ocupan un lugar destacado los ligados al mercado inmobiliario, supusieron algo más del 27% de las realizadas en el conjunto de la UEM, lo que situó a España en el segundo lugar del área después de Holanda. Asimismo, las entidades de crédito continuaron captando un volumen cuantioso de fondos mediante la venta de cédulas hipotecarias.

Las emisiones netas de valores de renta fija por parte de las AAPP alcanzaron, como ya se ha señalado, un volumen algo inferior a los 7 mm de euros, con un creciente protagonismo de las AATT en detrimento del Estado y un progresivo alargamiento de los plazos medios de vencimiento. El Tesoro mantuvo, en todo caso, la tendencia a reducir el número de subastas con el fin de aumentar el volumen en cada una de ellas y potenciar, así, la liquidez del mercado secundario. También volvió a hacer uso del procedimiento de sindicación para emitir la nueva obligación de referencia a treinta años, aunque la mayor parte del programa de financiación se continuó cubriendo mediante el procedimiento habitual de subastas.

Durante los últimos cinco años, el saldo vivo de los valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras no monetarias (IFNM) ha crecido a ritmos elevados, que se han situado por encima del 40% en términos anuales y que han llegado a alcanzar el 90% en 2005¹ (véase gráfico 1). Estas operaciones han sido mayoritariamente realizadas por sociedades vinculadas con las entidades de crédito, con el fin de obtener unos fondos que acaban siendo reconducidos hacia estas últimas.

Los dos principales instrumentos en los que se han materializado las emisiones realizadas por estas instituciones son los bonos de titulización y las participaciones preferentes y valores asimilados. Mediante la titulización, un fondo, que carece de personalidad jurídica, emite valores negociables que están respaldados por préstamos hipotecarios de la cartera de una entidad de crédito (titulización hipotecaria) o por derechos crediticios presentes y futuros (titulización de activos). Desde el punto de vista de la entidad promotora, la ventaja de estas operaciones es doble. Por una parte, obtiene fondos que le permiten financiar el crecimiento de su actividad. Por otra, puede transferir el riesgo de su cartera, lo que reduce el consumo de recursos propios². Los títulos hipotecarios, que a finales de 2005 representaban el 73% del saldo vivo de este tipo de bonos, se emiten en su totalidad a tipo de interés variable, generalmente tomando como referencia el EURIBOR. Para el resto, en cambio, solamente una cuarta parte del saldo vivo presen-

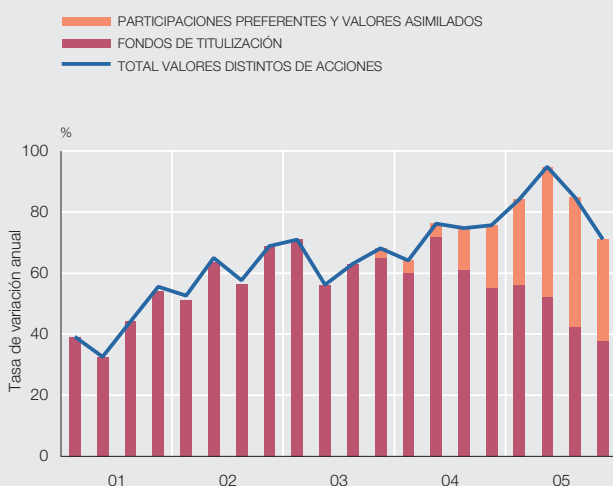
taba esta característica. En ambos casos, el plazo de las emisiones cubre un rango amplio, desde un mes hasta más de 15 años, con una media de alrededor de 8 años, si bien debe tenerse en cuenta que en este tipo de valores se producen amortizaciones a lo largo de toda su vida.

Las participaciones preferentes y valores asimilados son títulos negociables de carácter híbrido que combinan elementos de las acciones con otros de la renta fija. Así, en caso de impago, se sitúan en un lugar intermedio entre ambas, no otorgan, generalmente, derechos políticos a sus titulares y cuentan con una remuneración predeterminada, condicionada a la existencia de beneficios distribuibles y casi siempre ligada a un índice. En el caso de los emitidos por filiales de entidades de crédito, los fondos captados se materializan en depósitos en estas últimas instituciones y, en el caso de las participaciones preferentes, computan como recursos propios a nivel del grupo consolidado. Una cuarta parte del saldo vivo a finales de 2005 eran participaciones preferentes, que son deuda perpetua, mientras que el resto presentaba un plazo medio de alrededor de 4 años. Durante el pasado año, el ritmo de crecimiento de este tipo de instrumentos ha sido incluso superior al que mostraban los bonos de titulización, de modo que al cierre del ejercicio suponían ya el 25% del saldo vivo emitido por las IFNM.

Entre los factores que han contribuido al crecimiento de las emisiones realizadas por estas instituciones se encuentran las elevadas necesidades de financiación de las entidades de crédito, como consecuencia de una expansión de los préstamos que ha venido acompañada de un avance mucho más moderado de los depósitos del sector no financiero. Además, el reducido nivel de los tipos de interés ha favorecido el recurso a los instrumentos de renta fija frente a otras alternativas. En el caso de las participaciones preferentes y valores asimilados, asimismo, ha sido muy importante la

1. En este recuadro dentro de las IFNM se excluyen las empresas de seguros y fondos de pensiones, dado que su emisión de valores distintos de acciones es residual. Por otra parte, en el caso de las participaciones preferentes y valores asimilados, debe tenerse en cuenta que una parte, aunque residual, del aumento del saldo vivo desde la entrada en vigor de la Ley 19/2003 no corresponde a emisiones nuevas sino al hecho de que algunas de las instituciones emisoras no residentes trasladaron a España su domicilio. 2. En la práctica, es habitual que las entidades retengan una parte de dichos riesgos.

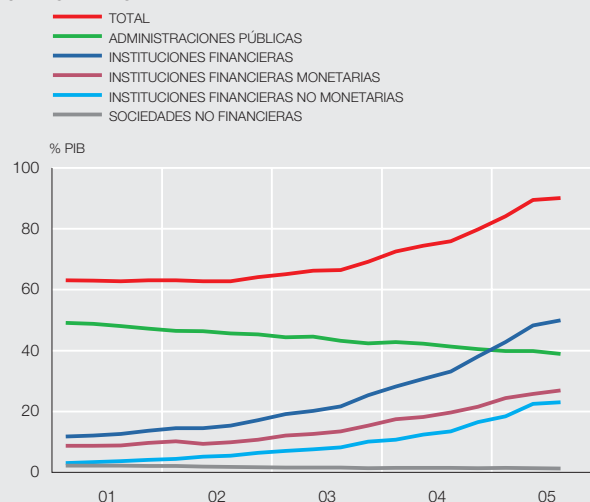
1 VALORES DISTINTOS DE ACCIONES EMITIDOS POR LAS OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS (a). CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO ANUAL



FUENTE: Banco de España.

a. Se excluyen empresas de seguros y fondos de pensiones, cuya actividad en la emisión de estos valores es marginal.

2 SALDOS VIVOS DE VALORES DISTINTOS DE ACCIONES EMITIDOS POR RESIDENTES



influencia de los cambios introducidos en la regulación prudencial y en el tratamiento fiscal de las entidades, que han incentivado el desplazamiento de la emisión de estos instrumentos desde el exterior, donde era realizada por filiales de empresas nacionales, hacia nuestro país.

El crecimiento de las emisiones realizadas por las IFNM tiene algunas implicaciones importantes. Por una parte, esta evolución ha contribuido al desarrollo de los mercados españoles de renta fija privada en un contexto en el que se estaba produciendo un descenso en el tamaño de los de deuda pública (véase el segundo panel del gráfico adjunto). Así, a finales del ejercicio pasado el saldo vivo de los activos emitidos por el sistema financiero equivalía ya al 50% del PIB —por encima del 40% que representaban los

correspondientes pasivos de las AAPP—, del cual casi la mitad correspondía a los instrumentos ligados a las IFNM. Como resultado, la operativa de AIAF, donde se negocia la práctica totalidad de los bonos de titulización y algo más de un tercio de las participaciones preferentes, se ha expandido a un ritmo elevado. En 2005, ambos tipos de títulos representaban más del 40% del saldo en circulación de dicho mercado y el 36% de su volumen de negociación. Por otra parte, el crecimiento de este tipo de emisiones, que han sido adquiridas principalmente por los no residentes, ha facilitado la financiación de las elevadas necesidades de fondos de la economía española, dada la insuficiencia de ahorro nacional. Por último, en el caso particular de la titulización de activos, el avance de esta actividad ha permitido una cierta redistribución de los riesgos crediticios entre un número mayor de agentes.

La financiación que, en términos netos, captaron las empresas no financieras mediante la emisión de valores de renta fija fue negativa, aunque, como en el ejercicio anterior, el importe resultó apenas significativo. Sus filiales en el extranjero realizaron también amortizaciones netas por valor de unos 5 mm de euros, cifra ligeramente superior a la del ejercicio previo.

Este dinamismo de los mercados primarios de renta fija contrasta con la relativa atonía de los de renta variable, en los que las ampliaciones de capital sumaron unos 4 mm de euros y las ofertas públicas de venta apenas superaron los 150 millones de euros. En este contexto de escasa actividad, destaca el aumento de la emisión de acciones por parte de las sociedades no financieras (hasta los 3 mm de euros), lo que supuso romper la tendencia descendente de los últimos años. Debe recordarse, no obstante, que en el caso de las emisiones realizadas por las instituciones financieras la comparación de estos valores con los registrados en 2004 está afectada por una operación puntual de cuantía elevada en dicho ejercicio³.

2.2 LA ACTIVIDAD EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

En línea con el comportamiento expansivo de las emisiones de renta fija, el volumen de negociación en el mercado AIAF aumentó más de un 50% (véase cuadro 5.4), con un papel destacado de los valores hipotecarios y los pagarés de empresa. La cifra total (en el entorno de los 900 mm de euros) superó ligeramente la registrada en el mercado bursátil de renta variable, en el que la revalorización sostenida de las acciones contribuyó a impulsar la contratación, que creció también un significativo 33% en relación con 2004. Los avances más acusados por sector de actividad tuvieron lugar en la construcción y las eléctricas. Por tipo de operativa, destaca el mayor dinamismo en las ofertas públicas de adquisición (OPA), impulsadas en buena medida por el renovado empuje de las sociedades de capital de riesgo.

Los volúmenes de contratación en el mercado de derivados, en el que se comercian casi exclusivamente contratos referenciados a instrumentos de renta variable, también crecieron a tasas elevadas y la actividad se concentró, un año más, en los referenciados al índice Ibex 35,

3. Más concretamente, la adquisición de Abbey National Bank por parte del grupo español SCH.

Millones de euros

	2002	2003	2004	2005
Mercado de deuda pública en anotaciones (a)	18.805.433	21.290.331	22.833.682	22.219.946
<i>Contado (b)</i>	<i>2.310.943</i>	<i>2.246.882</i>	<i>2.136.698</i>	<i>2.338.208</i>
<i>Repo y simultáneas</i>	<i>16.475.994</i>	<i>18.979.902</i>	<i>20.584.242</i>	<i>19.571.854</i>
<i>Plazo (b)</i>	<i>18.496</i>	<i>63.547</i>	<i>112.743</i>	<i>309.884</i>
Mercado AIAF de renta fija (b)	264.974	380.197	566.580	872.297
<i>Pagarés</i>	<i>204.883</i>	<i>261.526</i>	<i>286.468</i>	<i>404.380</i>
<i>Bonos, cédulas y obligaciones</i>	<i>56.289</i>	<i>115.269</i>	<i>276.019</i>	<i>465.149</i>
<i>Bonos matador</i>	<i>3.802</i>	<i>3.403</i>	<i>4.093</i>	<i>2.767</i>
Mercado bursátil de renta fija (b)	69.820	74.346	82.790	93.191
<i>Deuda del Estado</i>	<i>40</i>	<i>55</i>	<i>44</i>	<i>37</i>
<i>Deuda AATT</i>	<i>69.171</i>	<i>73.260</i>	<i>82.269</i>	<i>88.753</i>
<i>Resto</i>	<i>609</i>	<i>1.031</i>	<i>478</i>	<i>4.401</i>
Mercado bursátil de renta variable	445.071	499.745	643.542	853.971
Mercados MEFF de derivados (c)	356.413	292.539	393.666	583.839
<i>Renta fija</i>	<i>5.473</i>	<i>138</i>	<i>5</i>	<i>0</i>
<i>Renta variable</i>	<i>350.939</i>	<i>292.401</i>	<i>393.661</i>	<i>583.839</i>
<i>- Ibex 35</i>	<i>320.051</i>	<i>268.879</i>	<i>371.494</i>	<i>544.064</i>
<i>- Opciones sobre acciones</i>	<i>20.668</i>	<i>12.714</i>	<i>12.014</i>	<i>16.861</i>
<i>- Futuros sobre acciones</i>	<i>10.220</i>	<i>10.808</i>	<i>10.153</i>	<i>22.914</i>

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

a. Solo incluye operaciones con valores del Estado.

b. Volúmenes nominales.

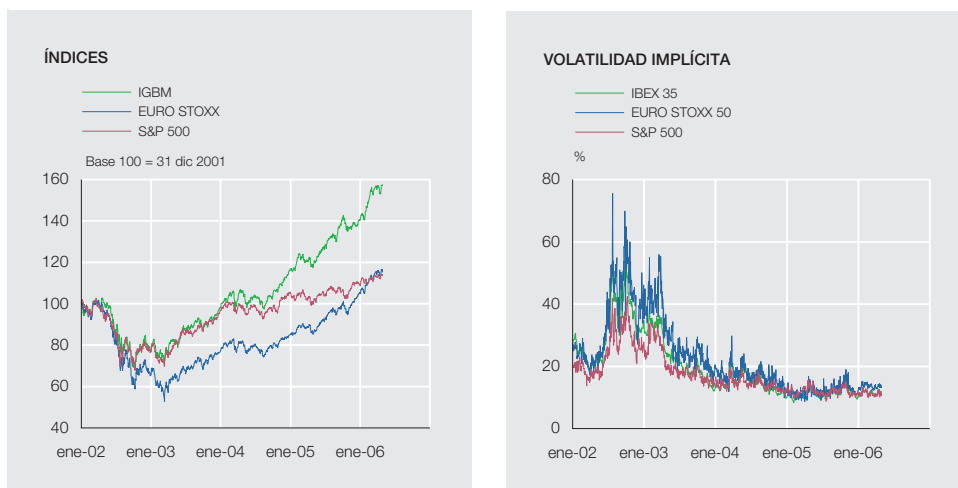
c. Los volúmenes están expresados en unidades monetarias y se han obtenido multiplicando el número de contratos negociados por su tamaño.

y, dentro de estos, en los futuros. Asimismo, aumentó la negociación en el mercado bursátil de renta fija, donde cotizan principalmente los valores emitidos por las AATT.

La única excepción a este panorama de creciente actividad tuvo lugar en el mercado de deuda anotada, donde los volúmenes negociados se redujeron ligeramente con respecto al ejercicio precedente, aunque el desglose por modalidades de contratación ofrece una imagen bastante heterogénea. Así, las operaciones simples al contado y a plazo registraron un cierto avance, mientras que las dobles (simultáneas y repos) descendieron.

El avance de la contratación de los mercados secundarios españoles está redundando en una mayor liquidez de dichas plazas, lo que puede contribuir a aumentar el atractivo de estas para los inversores no residentes, quienes el año pasado mantuvieron un peso en la actividad de los mercados nacionales significativo y en línea con el ejercicio anterior. Los esfuerzos encaminados a seguir potenciando estas plataformas mediante la reducción de los costes asociados a operar en las mismas resultan especialmente relevantes en un contexto como el actual de mayor competencia entre los centros de negociación y en el que la economía española está incrementando notablemente sus necesidades de fondos.

Por último, en el ámbito institucional, cabe señalar que en el mes de enero de 2005 se produjo la migración definitiva de la Plataforma CADE desde el Banco de España al entorno informático de Iberclear, el Depositario Central de Valores español. Asimismo, en mayo de 2006 entró en funcionamiento el Mercado Alternativo Bursátil, un nuevo segmento de negociación diseñado para adaptarse a las necesidades de los valores emitidos por las SICAV y por las empresas de reducida capitalización.



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

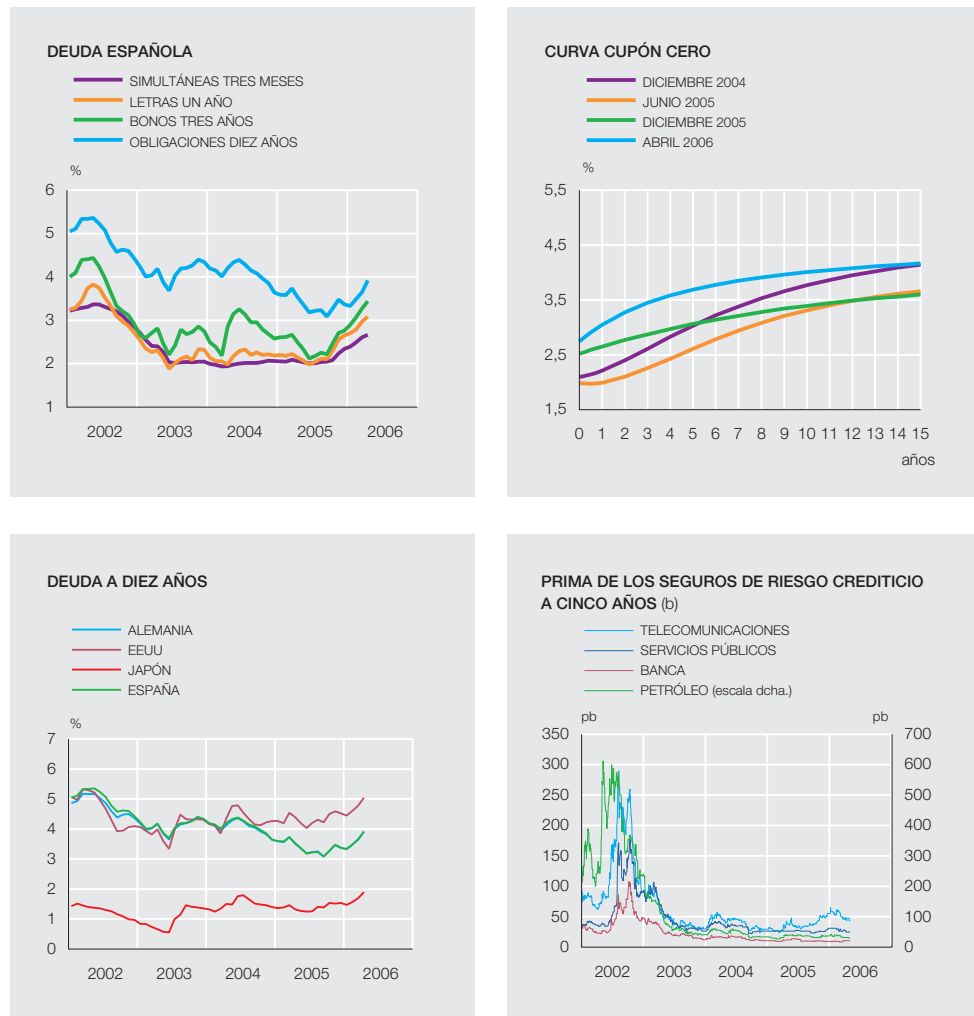
2.3 LOS PRECIOS NEGOCIADOS EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

Los índices bursátiles españoles mantuvieron durante la mayor parte del ejercicio la trayectoria creciente de los dos años anteriores, que se interrumpió solo transitoriamente a finales del primer trimestre y durante el mes de agosto, coincidiendo con repuntes en el precio del petróleo (véase gráfico 5.3). De este modo, el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) se revalorizó casi un 21% (en 2004, alrededor del 19%), similar a la variación experimentada por el EURO STOXX amplio de los mercados del área del euro (23%), pero muy superior a la del S&P 500 de los de EEUU (3%).

Varios factores contribuyeron a explicar esta evolución de los precios negociados en las bolsas, entre los que se puede destacar el favorable contexto macroeconómico a nivel nacional e internacional, que se reflejó en un incremento notable de los beneficios de las empresas cotizadas (40% en relación con 2004) y en unas expectativas de que esta tendencia se mantenga durante el próximo ejercicio. Asimismo, las cotizaciones se vieron favorecidas por los descensos en los tipos de interés, en un contexto en el que las volatilidades implícitas apenas experimentaron cambios con respecto a los reducidos valores alcanzados un año antes. Por último, hay que señalar que algunas operaciones corporativas puntuales también han influido sobre el valor de mercado de algunas compañías. En este sentido, como se ha comentado anteriormente, en 2005 se produjo un aumento del número y del volumen de las OPA realizadas.

La trayectoria creciente de las cotizaciones fue bastante generalizada por sectores, si bien las mayores ganancias se produjeron en las ramas de materiales, industria y construcción (43%) y de petróleo y energía (28%). También tuvieron una revalorización notable los índices de bienes de consumo (24%) y de servicios financieros e inmobiliarias (23%). El único grupo que mostró descensos fue el de tecnología y telecomunicaciones (-7%).

En el mercado español de deuda pública, al igual que en el resto de plazas europeas, los tipos de interés negociados a medio y largo plazo mostraron una trayectoria descendente durante los nueve primeros meses del año, hasta alcanzar registros mínimos históricos (véase gráfico 5.4). En el tramo final del ejercicio se produjo, en cambio, un repunte. Como resultado de estos movimientos, en diciembre la rentabilidad de los bonos a diez años se situó en el 3,3%, lo que representaba una reducción cercana a los 30 pb en relación con los correspondientes niveles de 2004. El diferencial con el bono alemán al mismo plazo se mantuvo, en cambio, en valores próximos a cero de manera continuada.



FUENTES: Credit Trade y Banco de España.

a. Medias mensuales.

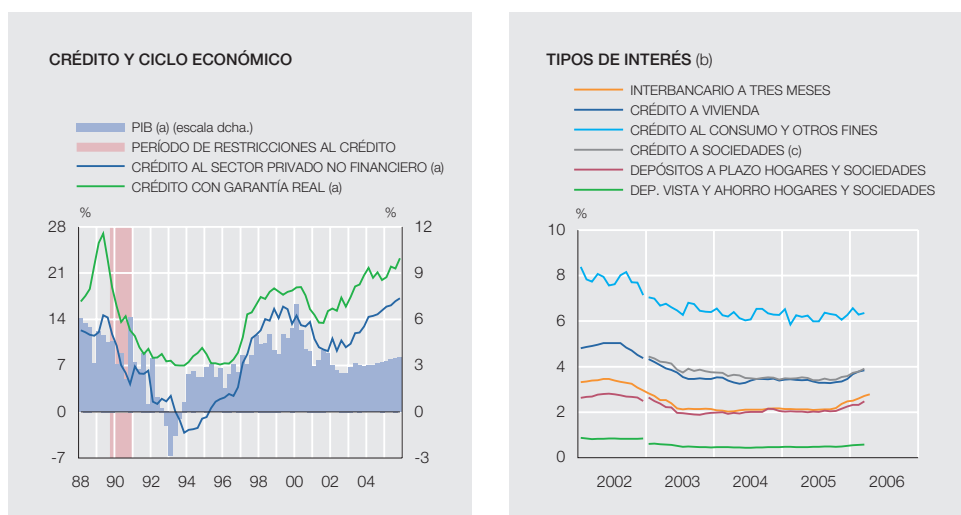
b. Primas medias ponderadas por activos. El día 22.6.2003 entró en vigor un cambio en las condiciones del contrato de las empresas europeas. El nuevo contrato lleva asociadas unas primas menores (en torno al 10%).

Los tipos de interés a corto plazo, en línea con el mantenimiento de los tipos de intervención del BCE, mostraron escasas variaciones durante los tres primeros trimestres. No obstante, las expectativas sobre un tensionamiento del tono de la política monetaria única y su confirmación posterior en el mes de diciembre se reflejaron en reducciones en el precio de los instrumentos a corto plazo. La pendiente de la curva de rentabilidades y plazos se redujo, así, a lo largo del año, si bien no dejó nunca de ser positiva.

Por último, las primas de los seguros de riesgo crediticio de las sociedades españolas negociadas en los mercados de derivados se mantuvieron en torno a los reducidos niveles de finales de 2004 (véase gráfico 5.4). Esta evolución, junto con el moderado descenso de los tipos de interés a largo plazo comentado anteriormente, determinó un ligero retroceso del coste medio de la financiación con instrumentos de renta fija por parte de las empresas emisoras de este tipo de valores.

3 Los intermediarios financieros españoles

La intermediación financiera mantuvo el dinamismo de ejercicios anteriores, fuertemente protagonizado por las entidades de crédito. Los intercambios totales (suma de los flujos de activo



FUENTES: BCE y Banco de España.

a. Tasas interanuales en términos reales. Datos en la Base 1995 hasta diciembre de 1995 y en la Base 2000 a partir de esa fecha.

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

c. Calculado como una media ponderada de los tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. Para los créditos de más de un millón de euros, el tipo de interés se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

y de pasivo) con el resto de agentes residentes crecieron un 39% en 2005, y los realizados con no residentes casi se duplicaron. Asimismo, avanzó también notablemente la operativa entre instituciones dentro del propio sector, de manera que supone ya cerca de un tercio del total, una cifra que se ha multiplicado por cuatro en los últimos tres años.

3.1 LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

En un sistema financiero como el español, que continúa estando fuertemente bancarizado, las entidades de crédito han sido quienes han financiado directamente la brecha entre el gasto y las rentas de las familias y las empresas residentes. El crédito total concedido a estos sectores (incluyendo los que se han titulizado y desaparecido de sus balances) volvió a acelerarse en 2005, alcanzando tasas de crecimiento que, en términos reales, superaron incluso a las del ciclo expansivo de la segunda mitad de los ochenta (véase gráfico 5.5). Este ha sido el principal motor de la expansión de los balances individuales (véase cuadro 5.5), si bien los valores de deuda también tuvieron un incremento significativo. El buen comportamiento de la economía mundial y la depreciación del tipo de cambio del euro contribuyeron, por otro lado, a impulsar también el negocio en el extranjero, que avanzó igualmente de manera notable.

Aunque el incremento del crédito a empresas y familias residentes se debe fundamentalmente a la presión de la demanda, de acuerdo con las respuestas de las entidades españolas a la Encuesta de Préstamos Bancarios del Eurosistema, el grado de competencia existente y las favorables perspectivas respecto de la actividad económica en general propiciaron también un cierto aumento en la oferta de fondos, si bien los márgenes entre los tipos de interés medios de las nuevas operaciones de crédito y los del mercado interbancario permanecieron prácticamente estables hasta la última parte del año. El avance de estos últimos en el tramo final de 2005 se transmitió con un cierto retraso a los tipos aplicados por las entidades a su clientela.

Como se ha comentado, los préstamos con garantía real —ligados primordialmente a la construcción y la promoción inmobiliaria, así como a la adquisición de vivienda por parte de los

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

CUADRO 5.5

	CONSOLIDADO			INDIVIDUAL		
	dic-04 (% s/ AT)	dic-05 (% s/ AT)	T. interan. (%)	dic-04 (% s/ AT)	dic-05 (% s/ AT)	T. interan. (%)
ACTIVO						
Caja y depósitos bancos centrales	1,7	1,8	37,1	1,2	1,1	15,8
Depósitos interbancarios (b)	9,5	8,9	15,9	14,4	13,8	16,7
Crédito	61,1	61,9	25,2	58,4	59,5	24,0
AAPP	2,4	2,1	6,3	2,3	1,9	3,1
<i>Sector privado</i>	58,7	59,8	25,9	56,1	57,6	24,8
<i>Del cual: residentes en España</i>				53,9	55,2	24,5
Valores representativos de deuda	15,0	15,4	26,8	13,2	13,5	24,2
AAPP y bancos centrales	8,5	8,3	20,6	6,9	7,1	25,0
<i>Del cual: residentes en España</i>				5,7	4,5	-4,0
Resto	6,5	7,1	34,9	6,3	6,4	23,3
<i>Del cual: residentes en España</i>				3,0	3,1	25,7
Otros instrumentos de capital y participaciones	4,4	4,2	17,8	6,2	5,9	14,8
Resto de activo	8,3	7,7	120,0	6,6	6,2	15,2
PASIVO Y PATRIMONIO NETO						
Banco de España y otros bancos centrales	1,8	2,3	53,9	1,7	1,8	34,4
Depósitos interbancarios (b)	16,8	17,3	27,6	21,1	21,6	24,9
Depósitos de la clientela	52,0	48,7	15,7	52,1	50,8	18,7
AAPP	2,5	2,7	30,9	2,6	2,8	30,9
<i>Sector privado</i>	49,5	46,0	14,9	49,5	48,0	18,0
<i>Del cual: residentes en España no financieros (c)</i>				32,8	30,3	12,3
Valores negociables	12,2	15,3	54,8	8,7	10,4	46,6
Pasivos subordinados (d)	3,4	3,0	9,5	3,3	2,9	6,8
Resto de pasivo	7,6	7,5	21,9	6,5	6,4	19,0
Patrimonio neto	6,2	6,0	18,2	6,7	6,1	10,0
CUENTA DE RESULTADOS (e)						
(+) Productos financieros	3,9	4,1	38,1	3,6	3,6	18,2
(-) Costes financieros	2,0	2,3	58,3	1,7	1,9	31,4
Margen de intermediación	2,0	1,7	17,7	1,9	1,7	5,9
(+) Comisiones netas	0,9	0,8	20,6	0,6	0,6	14,0
(+) Resultado oper. financieras y ents. participadas	0,3	0,4	60,2	0,1	0,1	36,3
Margen ordinario	3,2	2,9	23,0	2,6	2,4	9,2
(-) Gastos y otros resultados de explotación	1,7	1,5	15,6	1,4	1,2	5,6
Margen de explotación	1,4	1,4	32,2	1,2	1,1	13,4
(-) Saneamientos y dotaciones	0,5	0,4	10,4	0,4	0,3	8,8
(+) Otros resultados	0,1	0,2	76,4	0,1	0,1	37,8
(-) Impuestos	0,2	0,2	59,3	0,1	0,1	38,0
Resultado después de impuestos	0,8	0,9	45,2	0,8	0,7	14,0
Resultado neto del grupo	0,8	0,9	45,8			
RATIOS (%)						
Posición interbancaria neta/AT (f)	-9,1	-10,6		-8,4	-9,7	
Solvencia	10,9	10,3				
Activos dudosos/AT	0,7	0,6		0,6	0,5	
Cobertura de dudosos	191,3	214,0		214,4	245,6	
Negocio en el extranjero/ AT	23,1	23,6				
Eficiencia (GE/MO)	56,1	52,9		55,8	54,4	
ROE	14,0	16,7		12,5	12,2	
PRO MEMORIA:						
Activo total fin de período (mm de euros)	2.049,9	2.533,2	23,6	1.748,3	2.127,8	21,7

FUENTE: Banco de España.

- a. Datos elaborados de acuerdo con la Circular 4/2004.
b. Incluye operaciones del mercado monetario a través de entidades de contrapartida.
c. Negocios en España.
d. Incluye acciones preferentes y otro capital con naturaleza de pasivo financiero.
e. En porcentaje de los activos totales medios.
f. Incluye pasivo con bancos centrales.

hogares— continuaron expandiéndose a ritmos muy elevados, sin que se observaran todavía signos claros de desaceleración de estas partidas. En consecuencia, tuvo lugar un aumento de la concentración de las carteras de las entidades en estos segmentos de negocio, que han llegado a suponer al cierre de 2005 cerca del 60% del saldo crediticio total. También cabe destacar el avance de las operaciones realizadas a tipos de interés variables, cuyo peso relativo ha seguido elevándose hasta el 72% del crédito total en balance.

Dado que el avance de los depósitos (12% interanual, en diciembre de 2005)⁴ resultó bastante más moderado que el del crédito, las entidades se vieron obligadas a conseguir un mayor volumen de financiación en los mercados de capitales e interbancarios a un coste comparativamente mayor. De este modo, el pasado ejercicio la emisión de cédulas y la titulización de créditos hipotecarios aumentaron, conjuntamente, un 50% con respecto al año anterior, al tiempo que la posición deudora neta en el mercado interbancario se elevó en un punto porcentual (en porcentaje del activo total), alcanzando el 9,7%, a nivel consolidado, y el 10,6%, a nivel individual (véase cuadro 5.5).

El recurso a los mercados de capitales se ha visto facilitado por la solidez de la posición financiera de las entidades españolas, cuyos resultados volvieron a crecer de manera notable (véase cuadro 5.5), apoyados en el incremento del activo, en los esfuerzos realizados para contener los costes operativos y en la menor detracción de recursos asociada a las pérdidas por deterioro de activos que se recogen en la cuenta de pérdidas y ganancias. Esto último se debió, fundamentalmente, al momento cíclico que se vive tanto en España como en algunos otros países en los que estas instituciones tienen una implantación importante, como es el caso de los de Latinoamérica. En conjunto, el resultado neto de las matrices creció un 14% (un 45%, a nivel consolidado) y el ROE a nivel de grupos se elevó hasta el 16,6%. Este favorable cuadro lo completan una ratio media de solvencia que, aunque ligeramente decreciente, se encuentra en niveles confortables (superiores al 10%, según la regulación nacional, y al 11%, según la normativa de Basilea); una holgada cobertura de los activos dudosos (245%, a nivel individual; 214%, en los grupos consolidados) y una ratio de dudosos sobre crédito total que volvió a reducirse en el conjunto del año, situándose por debajo del 1% (tanto a nivel individual como consolidado).

En estas condiciones, es evidente que las entidades de crédito españolas están en una situación favorable tanto para competir con otros intermediarios dentro y fuera de nuestras fronteras como para absorber internamente el impacto de eventuales perturbaciones que incidieran negativamente sobre la capacidad de los prestatarios residentes para hacer frente a sus obligaciones de pagos. El mantenimiento e, incluso, la mejora de esta posición requiere perseverar en las políticas de control y gestión de riesgos y avanzar hacia una mayor diversificación sectorial de estos.

3.2 LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Como se observa en el cuadro 5.6, los inversores institucionales captaron en 2005 un mayor volumen de recursos netos, con la excepción de los FIAMM, que registraron retiradas netas de fondos superiores a las de 2004. Aun así, y pese a que se ha seguido ampliando la oferta de productos financieros, los depósitos bancarios continuaron siendo el principal destino del ahorro del sector privado doméstico.

Las aportaciones netas a fondos de pensiones y las primas de los seguros de vida aumentaron un 8%, pese a lo cual su importancia en relación con el tamaño de la economía española

4. No se incluyen los depósitos de las otras instituciones financieras. Estos han crecido mucho en los últimos años como consecuencia de las emisiones de cédulas hipotecarias singulares y, más recientemente, de la titulización de créditos que no se dan de baja del balance y de la expansión de las emisiones de participaciones preferentes y valores asimilados realizadas por las filiales de las entidades.

Millones de euros

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 Saldos (a)
Total (b)	15.502	19.038	26.471	23.060	23.781	433.749
Fondos de pensiones						
Aportaciones netas (c)	6.260	6.827	4.653	4.822	5.207	72.629
Seguros de vida						
Primas netas de siniestralidad (d)	9.435	10.936	2.406	3.248	3.875	116.176
Fondos de inversión mobiliaria						
Suscripciones netas	-194	1.274	19.413	14.989	14.698	244.945
FIAMM	9.798	8.327	3.830	-744	-3.881	54.751
FIM (e)	-9.991	-7.053	15.583	15.733	18.579	190.194
PRO MEMORIA:						
Entidades de depósito: variación de acreedores						
Sector privado residente no financiero	52.522	34.803	25.127	38.354	58.250	646.418

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

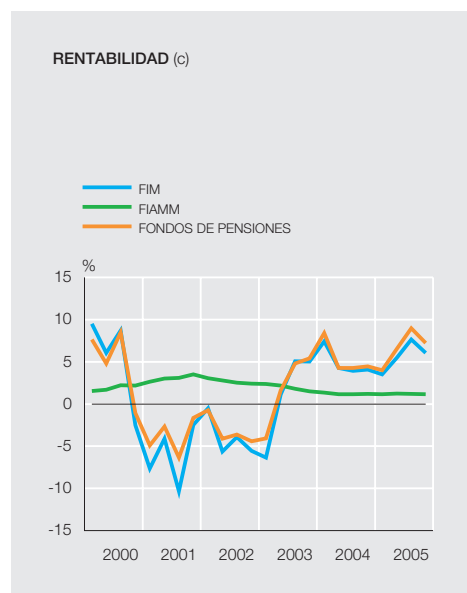
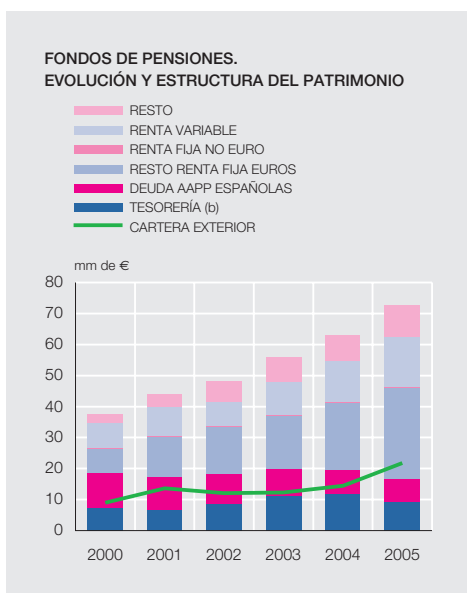
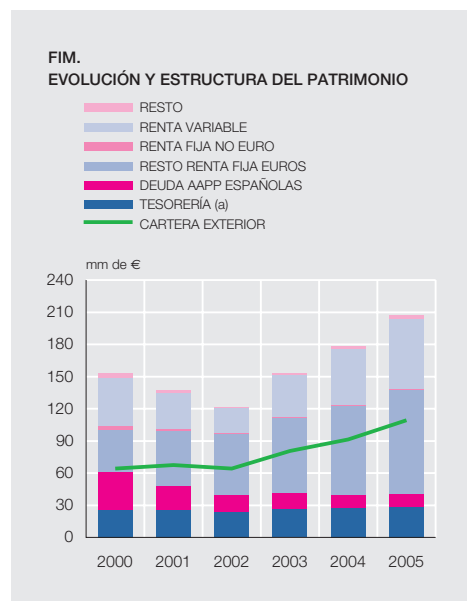
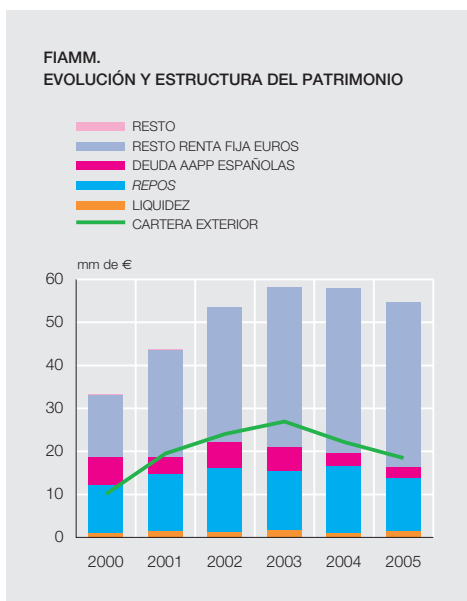
- a. Saldo a diciembre. Patrimonio en el caso de los fondos, y provisiones matemáticas en el caso de los seguros.
 b. Suma de aportaciones, primas y suscripciones netas.
 c. Estimación propia del dato de 2005 basada en la variación del patrimonio y la rentabilidad anual de los fondos.
 d. El dato de 2005 es provisional (basado en estimaciones de ICEA).
 e. Los datos a partir de 2003 son una estimación que corrige la doble contabilización de la suscripción de los fondos de fondos.

se mantuvo por debajo de la media europea. Creció también el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria (FIM) y, particularmente, el de los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria, que volvió a registrar una tasa de crecimiento muy elevada (por encima del 50%), aunque siguieron representando una parte pequeña de la inversión colectiva total (2%).

Merece una mención especial la creciente implantación en España de vehículos de inversión extranjeros, que a finales de 2005 suponían ya un 10% del patrimonio total de las instituciones de inversión colectiva comercializadas en nuestro país. El grado de penetración exterior aumenta hasta el 18% si se incorporan las participaciones de fondos nacionales en instituciones extranjeras, o incluso hasta el 27% si se añaden además los activos gestionados por entidades españolas pertenecientes a grupos foráneos. Esta importante cuota de las entidades del resto del mundo refleja la continua diversificación internacional de las carteras de los inversores españoles, en un contexto de creciente competencia en este segmento de la industria financiera a nivel global.

También es importante destacar el aumento en la actividad de las entidades de capital riesgo, cuyas inversiones y fondos captados prácticamente duplicaron los registrados un año antes. El grueso de estos recursos, no obstante, procedió de fondos internacionales y las escasas informaciones disponibles apuntan a que el peso de este tipo de inversiones dentro de las carteras de los inversores institucionales españoles sigue siendo muy pequeño.

El análisis de la estructura de las carteras de los principales inversores institucionales (véase gráfico 5.6) revela, por un lado, un descenso del peso relativo de la tesorería de los fondos de pensiones y, por otro, un aumento generalizado del de los títulos de renta fija privada emitidos en España. Estos últimos llegaron a representar un 40% del incremento total del patrimonio de los fondos de pensiones, FIM y FIAMM en 2005, continuando así el proceso de diversificación de sus activos que han venido registrando en los últimos años. Las entidades aseguradoras, en cambio, mantienen todavía una composición muy conservadora, con una elevada



FUENTES: CNMV, Banco de España e INVERCO.

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

proporción de sus inversiones materializadas en valores emitidos por las AAPP. De acuerdo con la información más reciente disponible (junio de 2005), los instrumentos de renta variable (incluyendo valores indexados y participaciones en fondos de inversión) suponían menos de un 10% de sus tenencias de activos financieros y su exposición al mercado inmobiliario era también muy pequeña (menos del 3% del activo total).

En términos de resultados y al igual que en el caso de las entidades de crédito, en 2005 se observó un crecimiento significativo del resultado neto total de las empresas aseguradoras, que son los inversores institucionales con mayores implicaciones sistémicas. Concretamente, según las estimaciones provisionales de ICEA, los beneficios avanzaron un 20% con respecto al año anterior. Dicha evolución resultó del buen comportamiento tanto del negocio de vida



FUENTE: Banco de España.

- a. Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, hasta 2000, a la CNE, base 1995. Entre 2000 y 2005, corresponden a la CNE, base 2000.
- b. Incluye crédito bancario y crédito titulado 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. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- h. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del m². Nueva estadística de precio de la vivienda a partir de 2005.
- i. CNE, base 2000.

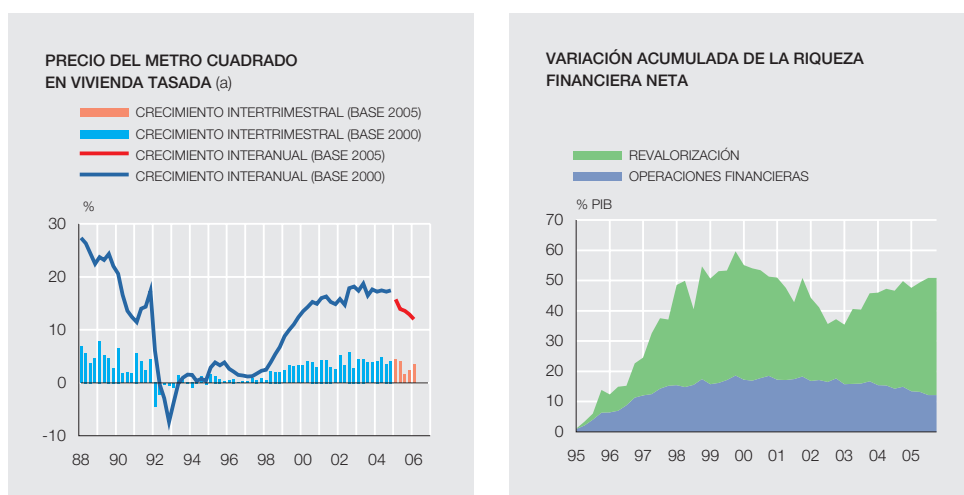
como del de no vida y, además, vino acompañada de un incremento del margen de solvencia agregado hasta el 268% del mínimo exigido.

La aprobación del nuevo Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva y de la nueva regulación de las entidades de capital riesgo podría suponer un impulso adicional para la inversión institucional a partir, por ejemplo, de la creación de nuevas figuras como los fondos y sociedades que invierten en entidades de capital riesgo, los fondos cotizados o los denominados de inversión libre. Por otra parte, la actividad del sector se verá probablemente afectada por los cambios en la fiscalidad del ahorro que resulten de la redacción final de la nueva ley del IRPF.

4 La posición patrimonial del sector privado no financiero

4.1 LOS HOGARES

Como ya se ha señalado, las familias españolas continuaron recurriendo a las entidades de crédito para financiar un volumen de gasto superior al que permitía el avance de sus rentas. De este modo, siguieron aumentando los principales indicadores de endeudamiento del sector (véase gráfico 5.7) y, a finales de ejercicio, la deuda agregada superaba el 110% de la renta



FUENTES: Ministerio de Vivienda y Banco de España.

a. Nueva estadística a partir de 2005.

bruta disponible (RBD), un nivel en más de 10 pp superior al observado en el mismo período del año anterior, y alrededor de 20 pp por encima del valor promedio de esta variable en la UEM.

La carga financiera asociada a estos pasivos aumentó por segundo año consecutivo, de modo que la proporción de la RBD que las familias destinaron al pago de intereses y a la amortización del principal de las deudas adquiridas se situó por encima del 14%. El dinamismo del crédito junto con el descenso de la tasa de ahorro bruto del sector determinó un nuevo retroceso de la capacidad de ahorro tras atender las obligaciones financieras, que alcanzó, incluso, valores negativos.

A pesar del aumento de los pasivos, la riqueza neta de los hogares mantuvo la pauta creciente de los últimos años y alcanzó un nivel en el entorno del 600% del PIB. Esta evolución vino determinada por la revalorización de la cartera financiera y, sobre todo, por los nuevos aumentos en el precio de la vivienda, que creció a una tasa próxima al 13%, unos 4 pp por debajo del dato del ejercicio anterior (véanse gráficos 5.7 y 5.8).

Los componentes financieros del patrimonio continuaron estando materializados, principalmente, en los activos más líquidos y de menor riesgo, si bien, como en los años precedentes, el peso de estas partidas siguió descendiendo. Por otro lado, como consecuencia, principalmente, de la evolución de las cotizaciones bursátiles, el porcentaje de tenencias de acciones y de participaciones en los fondos de inversión en cuya cartera pesan más estos activos aumentó ligeramente. Por último, la proporción que representan las inversiones en seguros mostró un retroceso moderado.

En definitiva, a pesar del crecimiento del patrimonio de los hogares, el aumento del endeudamiento y de la carga financiera junto con la reducción del colchón de ahorro disponible para hacer frente a perturbaciones adversas sin ajustar a la baja su nivel de gasto han elevado nuevamente su exposición a variaciones desfavorables en su renta, en el precio de los activos y en el coste de financiación. En particular, dada la elevada proporción de préstamos a tipo variable, escenarios de incrementos apreciables en los tipos de interés tenderían a elevar de modo sensible el porcentaje de la renta que el sector tiene que destinar a los pagos asociados a sus pasivos. Tal como ilustra el recuadro 5.3, estos efectos podrían ser más acusados en el

El crédito concedido a las familias españolas ha crecido durante los últimos años a un ritmo elevado, superior al de la tasa de avance de su renta y por encima de lo que se ha observado en otras economías de nuestro entorno. Como resultado, la ratio de endeudamiento del sector ha pasado de ser inferior a la de la media de la UEM a finales de la década de los noventa, a situarse claramente por encima de esta. Sin embargo, la carga financiera asociada a esta deuda ha aumentado en menor medida, gracias al descenso del coste de financiación y el alargamiento de los plazos de vencimiento.

Sin embargo, para valorar la situación patrimonial de las familias resulta relevante no solo analizar los indicadores de posición financiera a nivel agregado, sino también su distribución según distintos criterios como, por ejemplo, los niveles de renta¹. En este sentido, el primer panel del gráfico adjunto muestra cómo la ratio de endeudamiento de los hogares españoles está inversamente relacionada con sus ingresos.

1. La distribución por otros criterios relevantes como la edad del cabeza de familia, la riqueza o la existencia de deudas por motivos inmobiliarios se analiza en Bover, Martínez Carrascal y Velilla (2005), «La situación patrimonial de las familias españolas: una comparación microeconómica con Estados Unidos, Italia y el Reino Unido», *Boletín Económico*, abril, Banco de España. En este trabajo se muestra, por ejemplo, que en España y, en general, en el resto de los países, la ratio de endeudamiento se encuentra negativamente correlacionada con la edad del cabeza de familia, tal y como sugiere la teoría del ciclo vital.

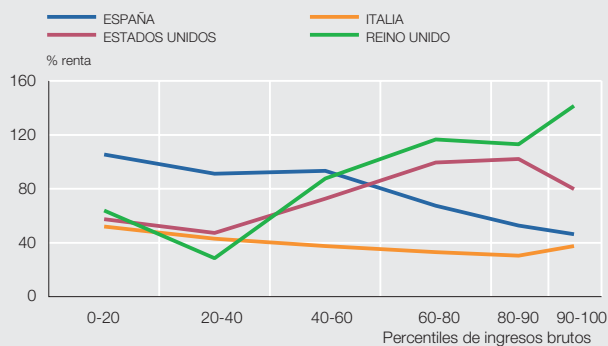
Esta situación contrasta con la existente en otros países, como el Reino Unido o Estados Unidos, en los que se observa justo lo contrario, y es similar a la de Italia, si bien en este caso las diferencias entre los distintos tramos son mucho menores que en nuestra economía².

La distribución de la carga financiera de los hogares españoles en función de la renta reproduce el mismo perfil que se observa con la deuda, pero las diferencias en este caso son algo más acentuadas (véase el segundo panel del gráfico adjunto). En Estados Unidos, único país además del nuestro del cual existen datos para calcular estos indicadores a nivel microeconómico, no se observan diferencias significativas entre los distintos tramos, lo que contrasta con la correlación positiva antes comentada entre la ratio de endeudamiento y la renta. En ambos países, pues, la evidencia conjunta de los gráficos 1 y 2 parece indicar que las familias con menos recursos podrían hacer frente a unas condiciones de financiación menos favorables.

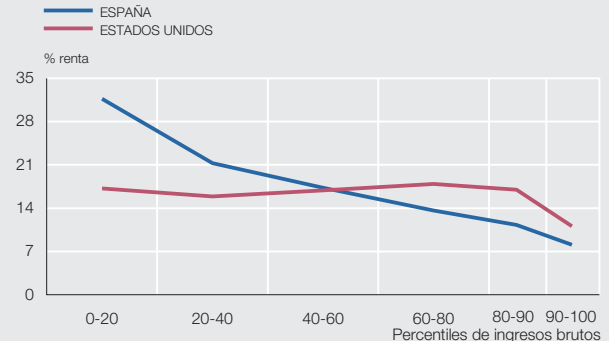
Dado el mayor endeudamiento relativo de las familias españolas con menores ingresos, cabe esperar que estén más expuestas a cambios en los tipos de interés. En todo caso, los efectos de

2. Para elaborar este gráfico se ha utilizado la información en el trabajo de Bover, Martínez Carrascal y Velilla (2005) ya citado, actualizando la correspondiente a la EFF a partir de los datos definitivos de la misma.

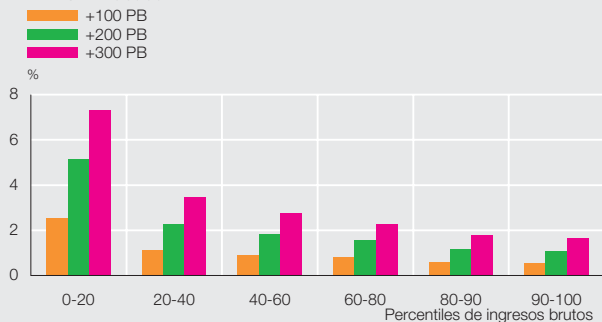
1 RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES (mediana) (a)



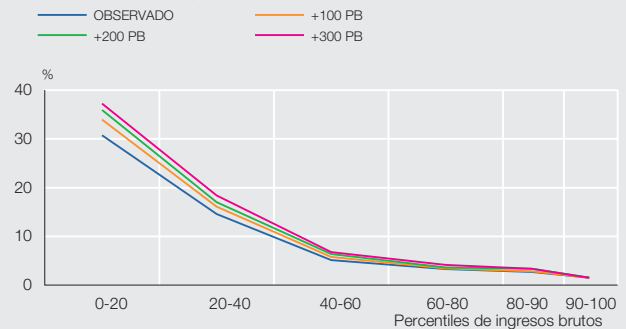
2 CARGA FINANCIERA DE LOS HOGARES (mediana) (a)



3 DESCENSOS EN LOS INGRESOS FAMILIARES NETOS DEL SERVICIO DE LA DEUDA (media) (a) (b)



4 % DE HOGARES CON CARGA FINANCIERA SUPERIOR AL 40% DE SUS INGRESOS BRUTOS (a) (b)



FUENTES: EFF (2002), SCF (2001), IBF (2002) y BHPS (2000).

a. Calculado para los hogares que tienen deudas pendientes.

b. Se presentan distintos escenarios de tipos de interés, incrementando los tipos observados en la encuesta, cuando son variables, en 100, 200 y 300 puntos básicos.

A AUMENTOS EN LOS TIPOS DE INTERÉS (cont.)

estos dependen también de otras características como, por ejemplo, el carácter fijo o variable de los tipos de interés aplicados en los préstamos y el plazo residual hasta el vencimiento. Para analizar estas cuestiones, se ha simulado el impacto sobre la carga financiera de los hogares españoles de aumentos en el coste de financiación de 100, 200 y 300 puntos básicos (pb), utilizando la información de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) acerca de las características individuales de los préstamos concedidos, como el volumen de endeudamiento, el plazo residual, el tipo de interés y la naturaleza del contrato de crédito (a tipo fijo o variable)³.

El tercer panel del gráfico adjunto muestra el descenso medio que se produce en los ingresos brutos de los hogares tras atender el servicio de la deuda para los distintos escenarios de tipos de interés considerados. Se observa que los efectos de aumentos en el coste de financiación no se distribuyen por igual entre los distintos segmentos de la población. En particular, el impacto más acusado se produce para las familias con rentas medias y bajas. Así, para aquellas situadas por debajo del percentil 20 de la distribución, la renta después de los pagos asociados a la deuda contraída disminuye en 2,5 pp, 5,1 pp y 7,3 pp para ascensos de 100 pb, 200 pb y 300 pb, respectivamente, frente a los 0,5 pp, 1,1 pp y 1,6 pp que se obtienen para las que se encuentran por encima del percentil 90.

3. En los ejercicios se supone que la modalidad de la cuota de amortización de los préstamos es constante y se alteran las cuotas de los préstamos concedidos a tipo de interés revisable.

Resulta también interesante estudiar cuál sería el impacto de las perturbaciones anteriores sobre la proporción de hogares que supera determinados umbrales. Con este fin, en el cuarto panel del gráfico adjunto se muestra, para varios tramos de ingresos y para los distintos escenarios de tipos de interés, el porcentaje de familias endeudadas cuya carga financiera se sitúa por encima del 40 % de su renta bruta. Los efectos son especialmente evidentes en la parte baja de la distribución. Así, en el caso de las familias que se encuentran por debajo del percentil 20, el porcentaje aumentaría desde el 30,7% que se observaba inicialmente hasta el 34%, 35,9% y 37,2% que se obtienen, respectivamente, con aumentos de 100 pb, 200 pb y 300 pb en los costes de financiación.

En definitiva, los resultados de este recuadro sugieren que, en promedio, los impactos sobre la posición financiera de las familias con préstamos pendientes de devolución asociados a las subidas en los tipos de interés consideradas en este recuadro son relativamente moderados. Sin embargo, estos no se distribuirían de forma homogénea entre la población. Algunos hogares, notablemente endeudados y con menores rentas, resultarían comparativamente más vulnerables ante este tipo de perturbaciones. Dada la previsible mayor propensión al gasto de estos grupos, cabría esperar que la respuesta de la demanda nacional a incrementos en los costes de financiación fuese superior de lo que se deduce de los indicadores agregados del sector. Conviene recordar, además, que la evolución ascendente de la ratio de endeudamiento a partir de 2002, año de referencia de la EFF, y el peso creciente de los contratos crediticios a tipo de interés variable hacen probable que los efectos sean en la actualidad menos favorables de lo que se desprende del análisis efectuado.

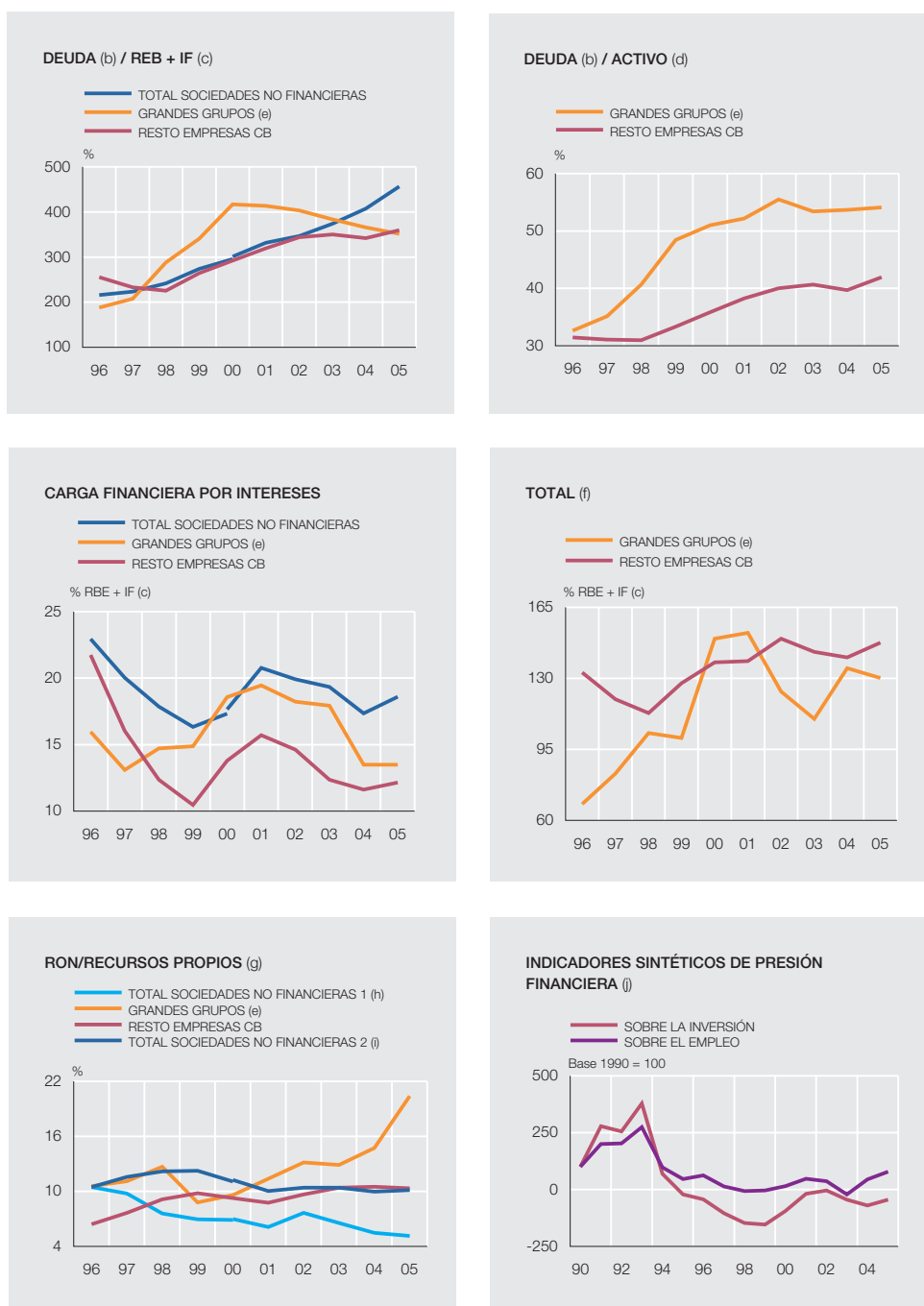
caso de las familias con ingresos más bajos, de las que cabe pensar que, en principio, presentan una mayor propensión marginal al gasto.

4.2 LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Las sociedades no financieras aumentaron sus necesidades de fondos para acometer inversiones reales (que, como se ha comentado en el capítulo 4 de este Informe, tuvieron una evolución muy dinámica) y para financiar nuevas adquisiciones de acciones y participaciones, cuyo peso relativo dentro de su cartera se incrementó.

Los recursos propios continuaron siendo la principal fuente de financiación, si bien su peso dentro del balance descendió moderadamente, a pesar del alza de las cotizaciones bursátiles. De este modo, el recurso a la deuda fue el componente que experimentó un comportamiento más dinámico, lo que se tradujo en un nuevo incremento del cociente entre los pasivos ajenos y los resultados, que alcanzó, a finales de 2005, el 460%, 50 pp por encima del dato observado al cierre de 2004 (véase gráfico 5.9). Para las empresas colaboradoras con la Central de Balances (CB), en la que predominan las compañías grandes, esta ratio tuvo una evolución menos expansiva, especialmente en el caso de los grandes grupos, para los que mostró, incluso, un ligero descenso.

El crecimiento de los pasivos ajenos empresariales hizo que, a pesar del mantenimiento del coste medio de financiación, la proporción de los resultados destinados al pago de los intere-



FUENTE: 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). Hasta 2000, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 1995. Entre 2000 y 2005 corresponden a la CNE, base 2000.

b. Recursos ajenos con coste.

c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.

e. 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.

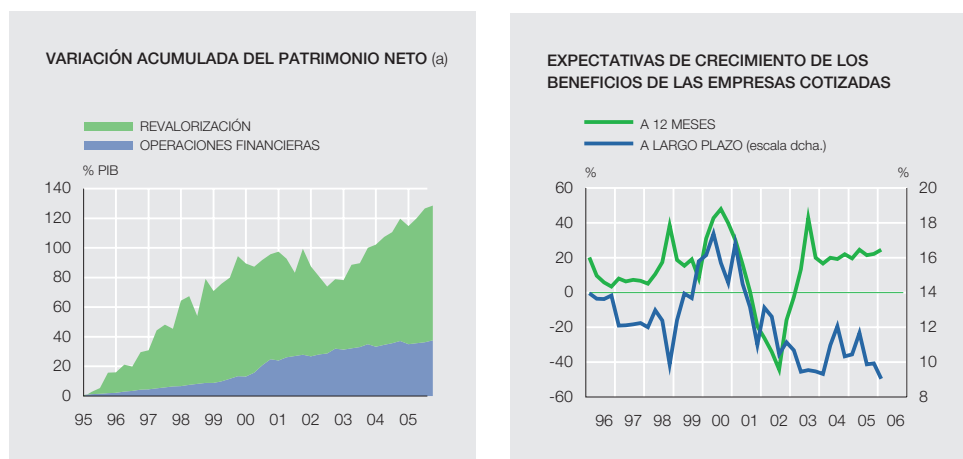
f. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

g. Para el total de las sociedades no financieras, el RON = EBE + Intereses y dividendos recibidos – Intereses pagados – Consumo de capital fijo.

h. Recursos propios valorados a precios de mercado.

i. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.

j. 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.



FUENTE: Banco de España.

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

ses se incrementase por primera vez desde 2001, hasta situarse cerca del 19%. De nuevo, la información de la CB apunta a una evolución menos desfavorable para este indicador, ligado al menor avance de la deuda de las empresas que forman parte de esa muestra.

Los resultados económicos de las sociedades españolas tuvieron un comportamiento bastante favorable durante el año pasado, especialmente en el caso de las empresas de mayor tamaño. Así, el excedente bruto de explotación del sector creció casi un 9%, mientras que su resultado ordinario neto (RON), que se aproxima añadiendo al anterior los ingresos financieros netos y deduciendo la amortización de capital, mostró un incremento algo inferior. A pesar de este avance, la ratio entre el RON sectorial así construido y los recursos propios valorados a precios de mercado experimentó un retroceso, que refleja, fundamentalmente, el notable aumento de las cotizaciones bursátiles. De hecho, cuando en el cómputo del denominador se eliminan los efectos precio (lo que ofrece una evolución del indicador más comparable con la que se estudia en los análisis empresariales habituales), se observa una estabilidad que contrasta con la notable recuperación para el agregado de los grandes grupos que muestra este mismo cociente calculado a partir de los datos de la CB.

La evolución conjunta del endeudamiento, la carga financiera y la rentabilidad determinó un ascenso en los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo calculados a partir de la información de la CB, si bien, desde una perspectiva histórica, permanecen en niveles reducidos.

Por otro lado, el valor de mercado de las empresas españolas en relación con el PIB alcanzó los valores más elevados desde 1995, lo que refleja, fundamentalmente, el aumento del precio de las acciones, ya que las ampliaciones de capital fueron poco voluminosas (véase gráfico 5.10). El ascenso de las cotizaciones bursátiles se produjo en un contexto en el que los analistas preveían un avance notable del crecimiento de los resultados a corto plazo (en el entorno del 20%), desarrollo que vino acompañado, no obstante, de una ligera reducción de la tasa de expansión esperada a horizontes más dilatados.

En resumen, la situación financiera del conjunto del sector continuó sin dar síntomas apreciables de debilidad. Ello se reflejó en la evolución de las ratios de morosidad, que permanecieron

El análisis de la posición financiera de las sociedades constituye un elemento importante para valorar las perspectivas económicas y la solidez del sistema financiero, dada la contribución de las empresas a la demanda agregada y su peso en la financiación concedida por las entidades de crédito. Para ello, resulta relevante complementar el uso de indicadores agregados con una perspectiva más desagregada, ya que el primer enfoque puede ocultar situaciones de vulnerabilidad en ciertos segmentos que solo el segundo permite identificar¹.

En este contexto, en el presente recuadro se compara la evolución de los ratios de endeudamiento, carga financiera y rentabilidad de las empresas

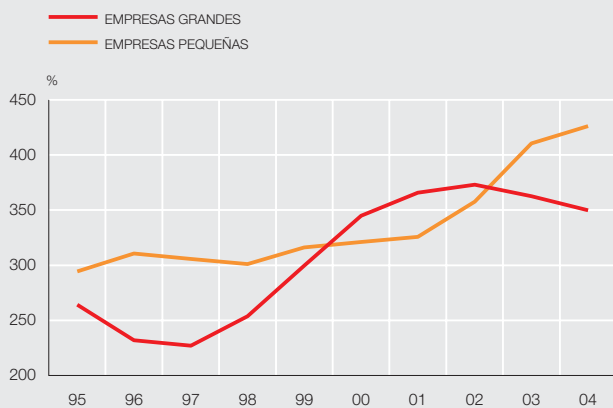
1. La evidencia empírica disponible muestra que el análisis desagregado es crucial para analizar cómo la posición financiera condiciona las decisiones de inversión y contratación de las sociedades, así como también la probabilidad de que incurran en impago. Para más detalle, véanse, por ejemplo, Hernando y Martínez-Carrascal (2003), *The impact of firms' financial variables on firms' real decisions: evidence from Spanish firm-level data*, Documentos de Trabajo, n.º 0319, Banco de España, y Benito et al. (2004), *A synthetic indicator of financial pressure for Spanish firms*, Documentos de Trabajo, n.º 0411, Banco de España.

pequeñas (hasta 50 empleados) frente a la de las más grandes (con un número de ocupados igual o superior a 250, más las que forman parte de alguno de los grandes grupos empresariales españoles). Estos indicadores estándar de posición financiera, que se presentan en el gráfico adjunto, se han construido a partir de la información contenida en la Central de Balances del Banco de España y en el Registro Mercantil².

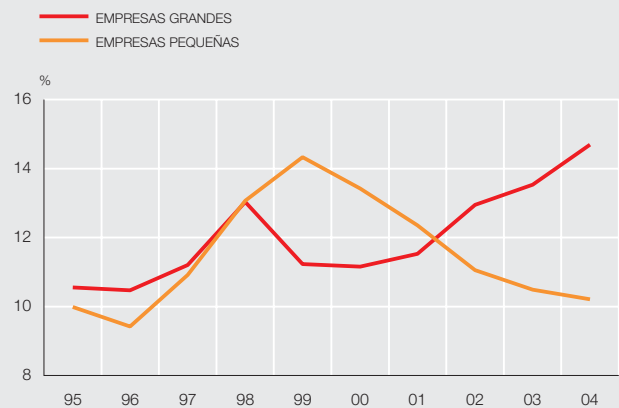
En el panel superior izquierdo del gráfico se muestra la evolución de la ratio de deuda en relación con los resultados. Como puede obser-

2. Los indicadores para las grandes empresas se han construido a partir de la información contenida en Central de Balances del Banco de España (CBBE). Para las sociedades pequeñas se ha combinado esta fuente de información con la de una muestra de las cuentas depositadas en algunos Registros Mercantiles que colaboran con la CBBE, quien aplica una serie de filtros, que se utilizan para desechar del análisis aquellas empresas cuyos datos no son fiables. De este modo, el número de sociedades de tamaño reducido utilizado en este recuadro es, en promedio, de 240.000 (para cada año). En el momento de la publicación del *Informe Anual* los últimos datos disponibles correspondían a 2004.

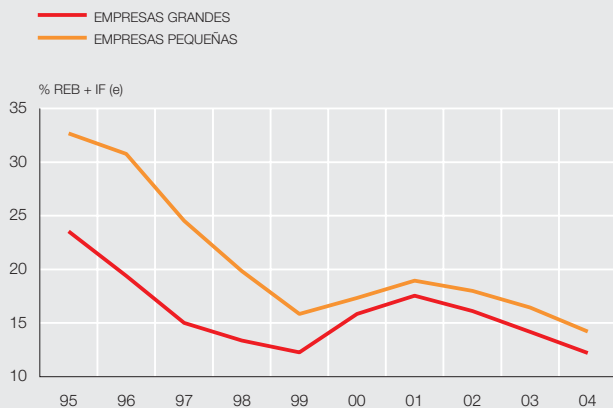
1 RATIO DE ENDEUDAMIENTO (a)



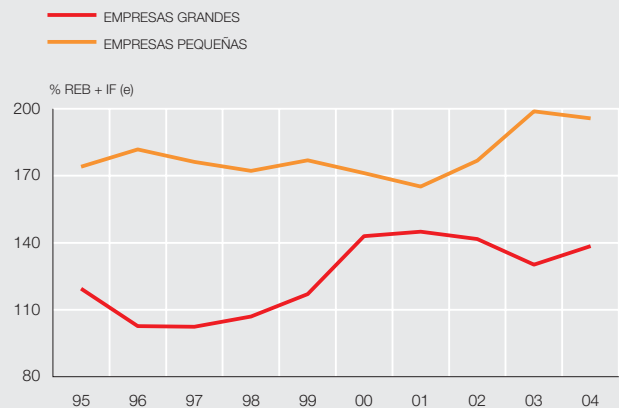
2 RENTABILIDAD (b)



3 CARGA FINANCIERA POR INTERESES (c)



4 CARGA FINANCIERA TOTAL (d)



FUENTES: Central de Balances y Registro Mercantil.

- a. Deuda con coste sobre resultado económico bruto más ingresos financieros.
- b. Resultado ordinario neto sobre recursos propios.
- c. Intereses pagados por financiación recibida.
- d. Intereses pagados más deuda a corto plazo con coste.
- e. Resultado económico bruto más ingresos financieros.

varse, las empresas de menor tamaño han presentado a lo largo de casi todo el período muestral y, en particular, durante los últimos años, un endeudamiento más elevado que las sociedades grandes. Asimismo, destaca la evolución desigual que ha presentado este indicador en ambos grupos. Así, mientras para las últimas se incrementó más de un 60% entre 1997 y 2001, en línea con la expansión e internacionalización de sus negocios, en las primeras mostró una relativa estabilidad. En cambio, entre 2002 y 2004 las empresas pequeñas han aumentado de forma notable esta ratio, mientras que lo contrario ha ocurrido en el otro grupo, reflejo de los procesos de saneamiento de los balances que han llevado a cabo y que, de acuerdo con la información disponible para 2005, podrían haber concluido ya.

También la rentabilidad ha presentado una evolución dispar en estos dos grupos (véase panel superior derecho del gráfico adjunto). Así, mientras que la ratio de resultados sobre recursos propios mostró una evolución más favorable en las empresas de menor tamaño en la segunda mitad de los noventa, lo opuesto ha ocurrido en la década actual. Concretamente, para las compañías pequeñas se registró una reducción del indicador, al tiempo que en las grandes aumentó en 3,5 pp respecto al valor mínimo que alcanzó en 1999-2000, y se encontraba en 2004 cerca del 15%. De esta manera, al final de la muestra la brecha de rentabilidad entre ambos tipos de sociedades se situó en sus valores máximos. Dentro de las empresas pequeñas, fueron las del sector industrial, que son las que están más sometidas a la competencia exterior, las que experimentaron un comportamiento más desfavorable durante el período más reciente.

Por su parte, los pagos por intereses en relación con los beneficios han mostrado una evolución descendente en ambos grupos (véase panel inferior izquierdo del gráfico adjunto), que ha sido más acusada en el caso de las empresas pequeñas. De este modo, en 2004 la ratio alcanzaba valores similares para los dos tipos de sociedades. En cambio, el indicador de carga financiera total (intereses más deuda a corto plazo), que se mantuvo estable para las sociedades de menor tamaño en la segunda mitad de los noventa, se ha incrementado en los últimos años, y se situaba al final de la muestra en niveles superiores a los de las grandes compañías, fruto de su mayor endeudamiento relativo y de la mayor proporción de pasivos a corto plazo.

En conjunto, el análisis de este recuadro muestra que en 2004, último dato disponible, la presión financiera soportada por las sociedades españolas de menor tamaño era más elevada que la de las grandes empresas, dado que presentaban niveles de endeudamiento y carga financiera mayores y una menor rentabilidad. Además, en el período más reciente, la evolución temporal de las ratios analizadas ha sido, en la mayoría de los casos, menos benigna que la de las empresas más grandes. Estos resultados, junto con la comparativamente menor capacidad de resistencia frente a desarrollos desfavorables que, en principio, cabría pensar que tienen las compañías pequeñas, apuntan a que la exposición del sector a perturbaciones negativas en el entorno macroeconómico es seguramente mayor que lo que sugieren los indicadores calculados a partir de datos agregados.

en valores muy reducidos e, incluso, mostraron cierto descenso a lo largo de 2005; en los escasos cambios de calificación crediticia de las empresas españolas que emiten valores; y en el moderado nivel de las primas de riesgo crediticio.

La solidez de las empresas conjuntamente consideradas no debe ocultar, sin embargo, la existencia de algunos elementos de incertidumbre que es preciso considerar a la hora de analizar el futuro de sus decisiones de gasto y de contratación. Así, al igual que en el caso de las familias, el aumento del endeudamiento incrementó la exposición del sector a perturbaciones adversas. Además, debe tenerse en cuenta que los indicadores calculados a partir de datos agregados no permiten valorar completamente las implicaciones que se derivan del hecho de que la situación financiera muestra cierta heterogeneidad entre sociedades. Así, como ilustra el recuadro 5.4, las de menor tamaño tienden a soportar un grado de presión más elevado. Por otra parte, el mayor dinamismo de la deuda en algunos sectores como el de la construcción y el de las actividades inmobiliarias sugiere que las compañías de dichas ramas son más sensibles que la media a cambios en variables como los tipos de interés o el precio de la vivienda.

1 Introducción

Este capítulo del *Informe Anual* dedicado a la gestión del Banco de España describe de forma resumida y global los aspectos más destacados de la actividad de la institución durante 2005, que en algunos casos serán abordados con mayor detalle en las memorias monográficas que los distintos departamentos del Banco publican anualmente (Supervisión Bancaria, Balanza de Pagos, Servicio de Reclamaciones, Central de Balances y Mercado de Deuda Pública).

2 Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema

El año 2005 supuso para el Sistema Europeo de Bancos Centrales el primer ejercicio de pleno funcionamiento con los veinticinco bancos centrales de los Estados miembros de la Unión Europea. En este contexto, el marco institucional en el que se desarrolla la política monetaria única se vio afectado por dos hechos de especial relevancia.

En primer lugar, se produjo la paralización del proceso de ratificación del Tratado por el que se establece una Constitución para Europa, a raíz del resultado negativo de los referendos de Francia y los Países Bajos. Aunque esta situación supone un contratiempo para el proceso de construcción europeo, no tiene implicaciones directas sobre el normal funcionamiento de la Unión Monetaria.

En segundo lugar, la experiencia acumulada en la aplicación de las reglas hasta ahora existentes y, en particular, los problemas institucionales surgidos en el curso de los Procedimientos de Déficit Excesivo abiertos a Alemania y Francia inspiraron la revisión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, cuya modificación fue ratificada por el Consejo Europeo en marzo. Tal como ha venido señalando el Consejo de Gobierno del BCE, resulta crucial que el nuevo marco sea aplicado del modo más estricto posible y que los países muestren un mayor compromiso con su cumplimiento que en el pasado.

Como en años anteriores, el Banco de España mantuvo una intensa actividad como miembro del Eurosistema durante 2005. El Gobernador participó en las reuniones que celebró el Consejo de Gobierno y el Consejo General del Banco Central Europeo (BCE), en las que se adoptaron, inter alia, decisiones de modificación de los tipos de interés oficiales. Durante la mayor parte de 2005, el Consejo de Gobierno mantuvo los tipos de interés de política monetaria en el 2%, hasta que en su reunión de 1 de diciembre aprobó una subida de los mismos hasta el 2,25%, tal y como se explica con detalle en los capítulos 1 y 3 de este *Informe Anual*.

Asimismo, un amplio grupo de profesionales del Banco de España participó en diversos comités, grupos de trabajo y *task forces* del Eurosistema para preparar la toma de decisiones por parte de los órganos de gobierno del BCE. El Banco también ha participado en el Comité de Supervisión Bancaria (BSC), donde se ha seguido trabajando en la elaboración de los informes semestrales de estabilidad financiera (*Financial Stability Review*), así como en la publicación de los informes anuales sobre la estabilidad del sector bancario en la UE y sobre las estructuras bancarias en la UE. Durante el año 2005, el BSC también ha publicado informes sobre las estructuras bancarias en los nuevos países de la UE y sobre las grandes exposiciones bancarias a los *hedge funds*.

En el contexto del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema, en el año 2005 se modificó la documentación general sobre los procedimientos y los instrumentos de la política monetaria para clarificar los criterios de admisibilidad de los bonos de titulización para ser

utilizados en las operaciones de crédito del Eurosistema. En el pasado, el Eurosistema no ha aplicado criterios específicos a los bonos de titulización, sino que ha empleado el criterio general de elegibilidad de la lista «uno». A fin de aumentar la transparencia general del sistema de activos de garantía, se han introducido modificaciones definiendo los criterios precisos que han de satisfacer los bonos de titulización, además de los aplicables a los instrumentos de renta fija en general.

El Consejo de Gobierno decidió que los préstamos bancarios pasarán a formar parte de la lista única como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema en todos los países de la zona euro a partir del 1 de enero de 2007, fecha en la que se implantarán los criterios de selección comunes y el sistema de evaluación del crédito en el Eurosistema (ECAE).

En 2005, se ha avanzado en la implementación del «Marco para la detección de billetes falsos y la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo», mediante la adopción el 15 de diciembre de 2005 por el Consejo de Gobierno de un Manual interno de procedimiento que complementa el mencionado Marco. El Manual contiene pruebas comunes para verificar el funcionamiento de las máquinas de tratamiento de efectivo por los BCN del Eurosistema y para la publicación en el sitio web del BCE de los tipos de máquinas que han superado con éxito dichas pruebas.

En relación con la creación de la nueva plataforma compartida para los sistemas de pagos del Eurosistema, conocida como TARGET 2, el Consejo de Gobierno decidió fijar como fecha de inicio de operaciones de la misma el 19 de noviembre de 2007. Un elemento clave para poder cumplir con el nuevo calendario previsto ha sido la aprobación durante este año del documento sobre las especificaciones funcionales detalladas para los usuarios. Por otro lado, el Eurosistema ha elaborado un plan de migración, que prevé la existencia de cuatro grupos de países que migrarán sucesivamente a la nueva plataforma. Por lo que respecta a la financiación del proyecto, se ha elaborado una propuesta de estructura de precios única por los servicios básicos de TARGET 2 que será de aplicación a partir del 19 de mayo de 2008. Por último, el Consejo de Gobierno decidió que el nuevo sistema seguirá la misma estructura descentralizada que el actual sistema TARGET 1.

3 Actividades internacionales

A lo largo del año 2005, el Banco de España ha continuado intensificando su presencia y proyección internacional. En la sección 2 ya se ha referido la actividad dentro del Eurosistema, por lo que aquí se prestará atención a otros foros en los que el Banco participa activamente, así como a las relaciones bilaterales, la cooperación técnica prestada a otros bancos centrales y los seminarios y conferencias organizados.

3.1 RELACIONES INTERNACIONALES

En el ámbito de la Unión Europea, el Banco de España ha continuado participando 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 —que prepara las reuniones del Consejo ECOFIN— y el Comité de Política Económica. El desarrollo de los diversos aspectos técnicos relativos al Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado y la implementación de la también revisada agenda de reformas estructurales —conocida como Agenda de Lisboa— fueron los temas más relevantes en la agenda de trabajo para 2005 de estos comités.

El Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS) constituye el principal núcleo de cooperación entre los bancos centrales, por lo que buena parte de la actividad internacional del Banco

de España se viene realizando en la órbita de este organismo. Así, el Banco asistió a las reuniones de gobernadores del BIS, a encuentros de alto nivel —entre los que destacan los del Comité sobre Economía Global, el Comité sobre el Sistema Financiero Global y el Comité de Mercados— y a encuentros de economistas sobre temas de especial relevancia para bancos centrales y supervisores.

Por lo que respecta a la regulación y supervisión bancarias, destacan los trabajos desarrollados para la elaboración de la nueva normativa de solvencia, conocida como Basilea II. Esto ha supuesto la activa participación del Banco de España en los Comités y Grupos de trabajo del Comité de Supervisores Bancarios de Basilea (BCBS), presidido por el gobernador del Banco de España.

La publicación en junio de 2005 por el Comité de Basilea del Nuevo Marco de Capital (conocido como Basilea II) no supuso la finalización de los trabajos; así, durante el año 2005 el Comité ha seguido trabajando en el tratamiento de los riesgos incluidos en la cartera de negociación, el tratamiento del denominado doble impago y la revisión del riesgo de contraparte.

Por otro lado, la transposición de este Nuevo Marco de Capital a la normativa comunitaria ha requerido un notable esfuerzo por parte de las instituciones europeas y los supervisores y reguladores nacionales, Banco de España incluido, que ha resultado en la aprobación de la reforma de las directivas que regulan la solvencia de las entidades de crédito y de las empresas de inversión por el Parlamento Europeo, el 28 de septiembre de 2005, y por el Consejo de Ministros, el 11 de octubre.

También ha sido relevante la participación del Banco de España en los importantes trabajos realizados para facilitar la implantación de las nuevas normas, tanto en el Grupo de Implementación del Acuerdo (AIG) de Basilea, como en los comités dependientes de las instituciones europeas, y, en particular, en el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS), que fue presidido hasta enero de 2006 por el director general de Regulación del Banco de España. El objetivo es asegurar una coordinación suficiente entre los distintos supervisores que tienen responsabilidades sobre los grupos bancarios con actividad internacional y una aplicación coherente de las nuevas normas de solvencia en todos los países.

El Banco de España también ha participado en otros trabajos del Comité de Basilea relacionados con aspectos contables que afectan a las entidades de crédito, como ha sido la publicación de guías para el uso del *valor razonable* y de un documento de consulta sobre la valoración de activos. Asimismo, es destacable la participación del Banco en los trabajos que han concluido con la publicación de un documento con recomendaciones en el terreno del buen gobierno corporativo. Por su parte, en el *Joint Forum* —que coordina a los supervisores bancarios, de valores y de seguros— se ha trabajado sobre temas relacionados con la externalización de funciones operativas (*outsourcing*), la gestión del riesgo de liquidez y la transferencia del riesgo de crédito.

En otro orden de cosas, se han seguido reforzando las relaciones con el Fondo Monetario Internacional, así como el respaldo del Banco de España, en estrecha colaboración con el Ministerio de Economía, a la representación de nuestro país ante este organismo internacional. Se ha proporcionado apoyo y se han seguido de cerca las discusiones de los temas más relevantes en el Directorio Ejecutivo, así como en las reuniones anuales de esta institución. En este período han, tenido especial relevancia las discusiones sobre la llamada «revisión estratégica» del FMI, orientada a poner al día la misión, organización y mecanismos de funcionamiento de la institución.

En lo referente al Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), el Banco de España ha participado en las reuniones de gobernadores y del Comité de Alternos, así como en diversas reuniones de carácter monográfico. De especial relevancia resultan las aportaciones e iniciativas del Banco en las reuniones correspondientes a tesoreros y contadores, así como la organización en Madrid de las relativas a Sistemas de Pago y a Sistematización. Asimismo, el Banco es miembro colaborador de la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA) y participa activamente en sus asambleas anuales, habiendo sido propuesto en marzo de 2006 como miembro asociado de la misma.

La colaboración con los Bancos Multilaterales de Desarrollo ha seguido reforzándose, principalmente con el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y, más recientemente, el Banco Asiático de Desarrollo (BAD), con los que se han organizado diversas reuniones y se han llevado a cabo proyectos de trabajo sobre asuntos de interés común. Adicionalmente, junto con el Ministerio de Economía, el Banco ha intervenido en las reuniones del Club de París y en diversos grupos de trabajo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

En paralelo con la colaboración mantenida con organismos internacionales, materializada, como ha quedado dicho, en una activa participación en diferentes foros de trabajo, el Banco ha continuado potenciando la relación bilateral con otros bancos centrales y supervisores bancarios. En este sentido, se han mantenido encuentros de alto nivel con varios de ellos, algunos de los cuales se han consolidado ya como regulares.

Otro de los elementos que contribuye decisivamente a la proyección exterior del Banco es la transferencia de conocimiento que supone la prestación de cooperación técnica internacional, que, en relación con el año precedente, se ha incrementado en un 39%. Cabe resaltar aquí la significativa labor llevada a cabo en el área latinoamericana, mediante la doble vía de estimular la demanda de cooperación desde las instituciones interesadas y la oferta de formación por el propio Banco, a través de la organización de seminarios y cursos. Aunque menos intensa, también comienza a ser significativa la colaboración que el Banco presta a países más próximos geográficamente, como los de reciente incorporación o candidatos a la Unión Europea, Turquía, Rusia y las repúblicas de la Comunidad de Estados Independientes, aunque en estos casos el Banco programa su intervención junto a otros bancos centrales y agencias supervisoras, en proyectos habitualmente coordinados dentro del Eurosistema y articulados en torno a las facilidades otorgadas por la Unión Europea (TACIS, PHARE, CARDS, etc.).

También es importante destacar la sistemática colaboración del Banco con diferentes organismos para la prestación de asistencia técnica en el ámbito internacional, especialmente con el CEMLA, el Consejo Monetario Centroamericano y el Fondo Monetario Internacional, así como la intensificación de la cooperación con organismos como la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores. También se ha colaborado con el Instituto de Estabilidad Financiera del BIS en tareas de formación y apoyo a los supervisores bancarios de todo el mundo, entre las que cabe destacar lo relativo al FSI Connect, una aplicación de formación *on line* destinada a facilitar el conocimiento del Nuevo Marco de Capital entre las autoridades supervisoras, contribuyendo con ello a su mejor difusión entre los supervisores latinoamericanos.

3.2 CONFERENCIAS, REUNIONES Y SEMINARIOS ORGANIZADOS POR EL BANCO DE ESPAÑA

En 2005 se celebraron en el Banco diversas conferencias y seminarios de proyección internacional. Este tipo de actividades contribuyen decididamente a asentar el prestigio externo del Banco, especialmente en el ámbito latinoamericano, y a difundir su conocimiento en materia de banca central y supervisión financiera.

Es también importante subrayar el papel desempeñado por este tipo de eventos para acercar las realidades de las regiones europea y latinoamericana. En este sentido, el Banco organizó, junto con el Banco Central Europeo y el Banco Central de Brasil, un *Seminario de Alto Nivel*, el segundo de este tipo que se realiza, que reunió a los gobernadores de la mayor parte de los bancos centrales de una y otra área y que fue precedido de un taller de trabajo técnico co-organizado con el Banco de Portugal.

Otra actividad de gran proyección fue el *XI Encuentro de América Latina con los Mercados: Perspectivas para los Mercados Emergentes de América Latina*, organizado junto con el Banco Mundial. Este encuentro reunió a destacados representantes del sector público y privado y del mundo académico. Los principales temas tratados fueron las perspectivas económicas y financieras internacionales, los retos que plantea la reducción de vulnerabilidades financieras en los mercados emergentes y las tendencias actuales y los determinantes de la capacidad de atracción de inversión directa extranjera de las tres principales regiones emergentes: América Latina, Asia y Europa del Este.

En esta misma línea de acercamiento entre Europa y América se inscribe la organización del *III Seminario sobre Mercados Emergentes*, que fue ocasión para el intercambio de puntos de vista, en un entorno informal, respecto a cuestiones relativas a mercados emergentes, de interés común para los investigadores de los bancos centrales de Europa y América Latina.

El Banco también organizó un *Seminario sobre Validación de Modelos Avanzados de Riesgo de Crédito y el Proceso de Implementación de Basilea II*, dirigido a los supervisores de la región latinoamericana. El objetivo fue dar a conocer la experiencia del supervisor español en la materia y propiciar el intercambio de opiniones sobre la mejor forma de afrontar el proceso de transición hacia Basilea II.

En colaboración con el CEMFI, el Banco de España también organizó el *XIII Foro de Finanzas*, un congreso anual cuyo fin es facilitar la diseminación de la investigación financiera, así como la interacción y el reforzamiento de los vínculos entre investigadores en el área de las finanzas, provenientes del entorno académico, del sector oficial y del mundo empresarial.

Otros eventos destacables organizados por el Banco de España fueron la presentación de los informes del FMI sobre la estabilidad financiera internacional (*Global Financial Stability Report*) y del Banco Interamericano de Desarrollo sobre China y su influencia sobre América Latina (*The Emergence of China: Opportunities and Challenges for Latin America and the Caribbean*), así como la organización de un panel en el *X Encuentro Anual de la Asociación de Economía de América Latina y el Caribe (LACEA)* acerca de la participación extranjera en los sistemas financieros de las economías emergentes.

4 Análisis económico e investigación

Durante 2005, las labores de análisis e investigación de la economía española y de su entorno internacional se han seguido desarrollando 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 este año se ha producido una ampliación del ámbito de la investigación en el Banco de España, que es notable en varias dimensiones. En primer lugar, los temas objeto de análisis se han incrementado, si bien sigue predominando el análisis de factores macroeconómicos y financieros. En segundo lugar, la producción y publicación de documentos con contenido analítico también ha aumentado. Así, en 2005 se publicaron 42 Documentos de Trabajo y 7 Documentos Ocasionales, mientras que aparecieron en revistas académicas o en libros

especializados un total de 70 trabajos de investigación realizados por personal del Banco de España¹. Algunas de estas revistas son *Journal of Monetary Economics*, *Economic Policy*, *Journal of Public Economics*, *European Economic Review*, *Economic Theory*, *International Journal of Industrial Organization*, *Journal of Banking Regulation*, *Journal of Computational Statistics and Data Analysis*, *International Journal of Forecasting*, *Journal of Finance*, *Investigaciones Económicas* y *Moneda y Crédito*.

4.1 ÁREAS PRIORITARIAS DE ANÁLISIS

La agenda investigadora del Banco de España se dirige fundamentalmente a contribuir al conocimiento sobre el funcionamiento de la economía española. En consecuencia, los temas principales de dicha agenda se refieren a los condicionantes externos de la economía española, en particular, aquellos relacionados con la pertenencia a la Unión Monetaria Europea, y a los factores coyunturales o estructurales que puedan afectar a dicho funcionamiento. En este contexto, las principales líneas de investigación desarrolladas durante 2005 pueden agruparse en cuatro categorías: i) macroeconomía y política monetaria, ii) factores estructurales de la economía española, iii) economía financiera, y iv) métodos econométricos y estadísticos.

Por lo que se refiere a cuestiones macroeconómicas y política monetaria, se han mantenido las líneas de investigación desarrolladas en años anteriores en relación con el análisis de los efectos de la política monetaria en distintos escenarios, definidos en función del comportamiento de los agentes económicos y las interrelaciones con otras políticas macroeconómicas, y con la identificación de las fuentes de divergencias cíclicas en la zona del euro. Al mismo tiempo, se ha aumentado el énfasis en el análisis de algunos de los factores que marcan el funcionamiento reciente de la economía española, como es el caso de la desaceleración de la productividad.

En lo que respecta a cuestiones financieras, han continuado recibiendo una atención prioritaria el mercado de la vivienda y el análisis de las decisiones financieras de las familias y empresas españolas, mientras que, en el ámbito internacional, se ha profundizado en el análisis de la estabilidad financiera y los factores de vulnerabilidad en países emergentes de América Latina y Asia. En este campo, como novedad de este año, cabe destacar el análisis de cuestiones relacionadas con la arquitectura financiera internacional, como, por ejemplo, la evaluación de las facilidades financieras del FMI. Por lo que se refiere al sector bancario, se han desarrollado trabajos de investigación relacionados con la regulación prudencial y la existencia de ciclos crediticios, el papel de la información asimétrica y la señalización en mercados de crédito, y la competencia y la integración bancaria.

4.2 RELACIONES CON LA COMUNIDAD ACADÉMICA

Durante 2005, El Banco de España ha seguido intensificando sus conexiones con la comunidad académica y con las unidades dedicadas al análisis y a la investigación económica en otros bancos centrales e instituciones internacionales. Estas conexiones se desarrollan fundamentalmente a través de cuatro vías. En primer lugar, los trabajos de análisis y de investigación producidos por el Banco de España se presentan y discuten en seminarios, congresos y conferencias académicas nacionales e internacionales, y, por otra parte, se publican en los canales habituales de la profesión.

En segundo lugar, el Banco de España tiene establecidas varias series de seminarios en los que participan miembros de la comunidad académica nacional e internacional, y organiza, a veces en colaboración con otros organismos, conferencias nacionales e internacionales. En el

1. Para un mayor detalle de estas publicaciones, puede consultarse *Memoria de Actividades de Investigación del Banco de España, 2005*, disponible en el sitio web del Banco de España (www.bde.es).

último año, el Banco de España ha organizado, en solitario o junto con otras instituciones, cinco conferencias académicas, y en sus ciclos de seminarios de investigación económica se han celebrado 42 sesiones. En tercer lugar, el Banco de España coopera con las redes de investigación organizadas dentro del Eurosistema para el análisis de la economía del área del euro, como ha sido el caso durante 2004 y 2005 de la *Inflation Persistence Network*. Igualmente, existen programas regulares de visitantes y de asesores externos que potencian los proyectos que puedan considerarse estratégicos en distintas áreas de análisis y de investigación.

Se debe mencionar también la colaboración en temas de investigación y formación con el Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI), fundación creada por el Banco de España cuyos fines son la docencia y la investigación en el ámbito de los estudios económicos.

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. En 2005 se ha publicado, además, el libro *El análisis de la economía española en el Banco de España*, que ofrece una panorámica de los distintos modelos y enfoques utilizados para el análisis económico de la economía española. Junto a estas publicaciones, la revista *Estabilidad Financiera*, creada en 2001, ha continuado sirviendo de canal de comunicación y discusión entre el Banco de España y el sector financiero español de las cuestiones relacionadas con la regulación y supervisión prudenciales, incluyendo también la comunicación de los resultados de trabajos de investigación sobre dichas materias. Por otro lado, el Banco de España, a través de su *Informe de Estabilidad Financiera*, publicado en mayo y en diciembre de 2005, ha analizado la evolución de los riesgos, la rentabilidad y la solvencia de las entidades de depósito españolas. Un elemento adicional de complejidad en los análisis de 2005 ha venido dado por el cambio que supuso la Circular Contable 4/2004, que ha afectado a la comparabilidad de las cifras.

5 Supervisión y regulación bancaria

5.1 ACTIVIDAD SUPERVISORA

A 31 de diciembre de 2005, se encontraban bajo la supervisión del Banco de España un total de 489 entidades de diversa naturaleza, de las que 349 eran de entidades de crédito, según puede verse en el cuadro 6.1. Como supervisor en base consolidada de los grupos que tienen como cabecera una entidad de crédito española, el Banco es supervisor, además, de 115 entidades financieras extranjeras.

Tras el hito que supusieron en 2004 las novedades en materia regulatoria y contable, con la adopción del Nuevo Marco de Capital de Basilea —cuya adaptación al Derecho Comunitario y Español no está aún concluida— y las Normas Internacionales de Contabilidad, 2005 ha sido un ejercicio caracterizado por un gran esfuerzo de implantación y adaptación, esfuerzo que deberá prolongarse a lo largo de varios años. Lógicamente, el trabajo de actualización no atañe únicamente a las entidades supervisadas, sino también al propio Banco de España.

En este sentido, el Banco ha debido acometer, entre otras muchas tareas, el diseño de los procesos de aprobación de los modelos de riesgo de crédito utilizables por las entidades, paso previo necesario para el desarrollo de los planes de implantación de las metodologías más innovadoras contenidas en el Nuevo Marco de Capital.

El proceso reviste una gran complejidad en la práctica, ya que, más allá de las indicaciones de tipo general contenidas en los principios regulatorios, es necesario atender una multitud de circunstancias referentes a la calidad de los datos, metodologías de estimación, documenta-

	31.12.2005
ENTIDADES DE CRÉDITO	349
Bancos	75
Cajas de ahorros	47
Cooperativas de crédito	83
Sucursales de entidades de crédito extranjeras	65
Establecimientos financieros de crédito	78
Entidades de crédito oficial	1
OTRAS ENTIDADES	140
Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento	24
Establecimientos de cambio	57
Sociedades de tasación	59

ción, pruebas de uso, etc. Además, el proceso debe gestionarse de una forma ordenada, proporcionando a las entidades participantes una razonable certeza sobre cuál es el nivel de exigencia que será aplicado por el supervisor. El interés básico del Banco de España es garantizar en todo momento que los sucesivos pasos de las entidades se van dando sin merma alguna de su estabilidad y solvencia, por lo que, desde el primer momento, se pretende actuar con el máximo rigor, permitiendo el acceso a los enfoques más avanzados de cálculo del capital solo a las entidades auténticamente preparadas para ello.

La implantación de las nuevas normativas contable y de solvencia viene requiriendo, además, un notable esfuerzo de ampliación y capacitación de los recursos humanos asignados a tareas supervisoras, cuyas herramientas básicas de trabajo son objeto de modificaciones importantes. En este sentido, desde hace varios años, y con especial intensidad en los dos últimos ejercicios, el Banco está desarrollando numerosas acciones formativas internas, añadidas a las ordinarias, de por sí numerosas.

Las actuaciones de supervisión del año 2005 se tradujeron en la emisión de 111 escritos de recomendaciones y requerimientos. De estos, 110 se remitieron a entidades registradas, sea como destinatarias últimas o en su condición de cabeceras de grupos consolidables, de acuerdo con la distribución detallada en el cuadro 6.2.

Adicionalmente, se remitió un escrito a una sociedad no regulada pero que sirve de vehículo a una serie de entidades de crédito, que son sus clientes y accionistas exclusivos, y a las que presta servicios que son una prolongación de su actividad. Excluyendo dicha sociedad instrumental, los escritos dirigidos a entidades supervisadas propiamente dichas contenían un total de 473 observaciones sobre distintos aspectos, relativos a las materias detalladas en el cuadro 6.3.

Como es lógico y habitual, el riesgo de crédito, por diferentes conceptos, fue el principal capítulo objeto de recomendaciones, con cerca del 41% del total de las recomendaciones. Son de señalar, a este respecto, las llamadas de atención que el Banco realiza no tanto sobre los riesgos o acreditados concretos, como sobre las políticas crediticias en general, y, en especial, las relativas a la financiación de proyectos inmobiliarios en fase de construcción, período en el que el riesgo en que incurren las entidades se acentúa.

El segundo grupo más señalado, aunque a distancia (80 recomendaciones, cerca del 17%) se refiere al control interno de las entidades, en general, abarcando este concepto las necesida-

**ESCRITOS DE REQUERIMIENTOS Y RECOMENDACIONES
A ENTIDADES SUPERVISADAS**

CUADRO 6.2

	2005
ENTIDADES DE CRÉDITO	87
Bancos	26
Cajas de ahorros	19
Cooperativas de crédito	24
Sucursales de entidades de crédito extranjeras	5
Establecimientos financieros de crédito	13
OTRAS ENTIDADES	23
Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento	6
Establecimientos de cambio	7
Sociedades de tasación	10

MATERIA DE LOS ESCRITOS DIRIGIDOS A ENTIDADES SUPERVISADAS

CUADRO 6.3

Contabilización de riesgos crediticios y debilidades en acreditados	115
Calidad de los controles del riesgo de crédito (procesos de concesión, seguimiento, etc.)	56
Políticas crediticias	22
Déficit en fondos de cobertura de otros riesgos	10
Deficiencias en la información a la CIR	19
Incumplimiento de normas relativas a transparencia y relaciones con la clientela	19
Actividades en los mercados de capitales	25
Coefficiente de solvencia	31
Incumplimientos de límites cuantitativos a la concentración y similares	12
Calidad del control interno en general	80
Requisitos de homologación de entidades no de crédito	18
Otros aspectos	66
	473

des, en su caso, de mejora de la auditoría interna, función considerada fundamental por el Banco de España desde hace ya mucho tiempo, y llamada a ganar aún más importancia en el futuro inmediato.

En 2005, no ha sido precisa la adopción de ninguna medida cautelar en relación con las entidades supervisadas. Por otra parte, en este ejercicio se concluyó con éxito el proceso iniciado en 2003 con la intervención de Eurobank del Mediterráneo, SA, ya que la existencia de activos suficientes permitió hacer frente a los compromisos ante los acreedores, devolviendo la deuda pendiente más los intereses pactados.

5.2 ACTIVIDAD SANCIONADORA

Por lo que respecta a los *expedientes sancionadores incoados durante el año 2005*, procede señalar que se han abierto 15 expedientes a entidades o personas físicas supervisadas, y 56 expedientes a administradores o directivos de las mismas. En particular, y atendiendo a la distinta tipología de entidades objeto de supervisión, se observa que los citados 15 expedientes sancionadores se han incoado a 1 banco, a 1 caja de ahorros, a 5 sociedades de tasación y a 5 establecimientos de cambio de moneda, a los que deben añadirse los 3 ex-

pedientes que se han incoado y tramitado por incumplimiento del coeficiente de reservas mínimas del BCE.

Las anteriores cifras ponen de manifiesto la extensión subjetiva de la corrección disciplinaria llevada a cabo por el Banco de España, que tiene su origen en la amplitud del ámbito de supervisión encomendado a esta institución. Como puede observarse, se han incoado expedientes sancionadores prácticamente a todos los tipos de entidades supervisadas, desde entidades de crédito como bancos y cajas de ahorros, tradicionales sujetos supervisados, hasta otras entidades sometidas también a la supervisión del Banco de España, tales como sociedades de tasación o establecimientos de cambio de moneda.

No menos importante que la cifra de expedientes incoados resulta la de *expedientes sancionadores resueltos a lo largo del ejercicio de 2005*. En relación con esta cuestión, cabe decir que, durante ese período, se han resuelto por parte del Banco de España un total de 11 expedientes sancionadores seguidos a entidades supervisadas y 24 expedientes seguidos contra administradores o directivos de las mismas. En cuanto al tipo de infracciones apreciadas en los expedientes resueltos en este período, circunstancia que guarda, normalmente, una relación directa con la complejidad en su gestión y tramitación, las autoridades competentes han impuesto sanciones, por un lado, a entidades supervisadas por la comisión de 5 infracciones muy graves, 16 graves y 2 leves, y, por otro, a los administradores y directivos de las mismas, por la comisión de 14 infracciones muy graves y 47 graves. Asimismo, se han impuesto 3 sanciones derivadas de incumplimiento del coeficiente de reservas mínimas del BCE, 1 sanción como consecuencia de la realización de actividades reservadas a las entidades de crédito, y 1 sanción por la realización de actividades de gestión de transferencias con el exterior sin autorización.

Las sanciones por *infracciones muy graves* se han aplicado, en el caso de entidades de crédito, por conductas relativas a la resistencia a la actuación inspectora, y a la realización de operaciones al margen de los órganos de intervención a los que estaba sometida una determinada entidad. En el caso de un establecimiento financiero de crédito, el hecho que mereció tal calificación consistió en la realización de una conducta tipificada como infracción grave cuando, durante los cinco años anteriores a su comisión, se había impuesto a esa entidad sanción firme por el mismo tipo de infracción. Por último, en el caso de un establecimiento de cambio de moneda, las conductas infractoras calificadas como muy graves han venido referidas a carecer de la contabilidad exigida legalmente o llevarla con irregularidades esenciales que impedían conocer la situación patrimonial y financiera del establecimiento, y a la falta de remisión de los datos o documentos que debían enviarse al órgano administrativo competente en el ejercicio de sus funciones o a la falta de veracidad en los mismos.

Las sanciones por *infracciones graves* abarcan un heterogéneo abanico de conductas infractoras que dependen en gran medida de la naturaleza de la entidad expedientada, si bien puede advertirse que una parte sustancial de las mismas guardan estrecha relación con la solvencia de las entidades, la adecuada contabilización de sus operaciones y su documentación y registro, la transparencia en la relación con sus clientes, la correcta remisión de información al Banco de España como elemento fundamental de la actuación supervisora, y, en definitiva, la adecuación general del desarrollo de sus actividad a la normativa aplicable.

Las sanciones por *infracciones leves*, que, de conformidad con lo dispuesto en la Ley 26/1988, no pueden ser impuestas a los administradores y directivos de las entidades, quedan reservadas, por su propia naturaleza, para aquellos incumplimientos normativos de carácter aislado o de escasa relevancia que no son susceptibles de ser calificados como infracciones graves.

Por último, junto a la actividad estrictamente sancionadora, y como consecuencia del evidente paralelismo y las similitudes que presentan con aquella, se vienen incluyendo en este apartado los datos relativos a la incoación, tramitación y resolución de los *procedimientos de revocación de la autorización* seguidos contra los distintos sujetos supervisados. En este sentido, debe señalarse que en el año 2005 se incoaron un total de 164 procedimientos, entre los que se encontraba 1 expediente de pérdida de la homologación para operar a una sociedad de tasación y 163 expedientes de revocación de la autorización para el ejercicio de la actividad profesional de cambio de moneda extranjera en establecimientos abiertos al público, por inactividad de los expedientados. En el mismo sentido, y para dar una completa información de los procedimientos seguidos en este particular ámbito de actuación, procede reseñar que *en el año 2005 se resolvieron un total de 284 procedimientos, correspondiendo 283 de ellos a establecimientos de cambio de moneda extranjera y 1 a sociedades de tasación*. De ellos, 273 fueron resueltos mediante acuerdo de revocación de la autorización concedida en su día, mientras que en 11 casos se acordó la no procedencia de la referida revocación y el consiguiente archivo del procedimiento incoado, al no concurrir las causas previstas en la normativa de aplicación.

5.3 CAMBIOS NORMATIVOS

En lo que se refiere a las normas de ordenación y disciplina a las que quedan sujetas las entidades de crédito y otros intermediarios financieros, 2005 ha sido un año en el que las novedades legislativas, relativamente escasas, no han supuesto cambios trascendentes en el marco jurídico.

Entre los principales cambios normativos en el ámbito nacional cabría destacar los siguientes:

- en lo relativo a la solvencia de las entidades de crédito, ha tenido especial relevancia el establecimiento de un régimen de supervisión específico para los conglomerados financieros², entendidos estos como aquellos grupos económicos en los que se integran entidades financieras pertenecientes al sector bancario o de los servicios de inversión, por un lado, y al sector seguros, por otro, y cuya actividad en términos consolidados en ambos sectores es significativa. Este régimen de supervisión, que viene a sustituir al que desde el año 1995 regulaba la solvencia de los denominados grupos mixtos no consolidables de entidades financieras, ha introducido una serie de requisitos prudenciales que deben ser satisfechos a nivel del conglomerado financiero;
- en el marco de la supervisión prudencial, se ha incorporado a nuestro ordenamiento jurídico el tratamiento previsto en la regulación comunitaria para las crisis de las entidades de crédito³. Este tratamiento, que se basa en los principios de competencia y ley del Estado miembro donde la entidad de crédito ha sido autorizada, incluye medidas de saneamiento y procedimientos de liquidación diferentes de las que, con igual denominación, podrían adoptar los fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito;
- dentro de las normas de protección del mercado y de los inversores, tan solo cabría destacar, a estos efectos, el establecimiento de la estructura y contenido del informe anual de gobierno corporativo de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales⁴.

2. Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero; y Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 5/2005. 3. Ley 6/2005, de 22 de abril, sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito. 4. Circular 2/2005 de la CNMV, de 21 de abril, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

Junto a estos cambios normativos, otras medidas de ajuste fino han modificado diversos aspectos del ordenamiento jurídico del sistema financiero a fin de hacerlo más competitivo. Entre estas medidas, merecen especial mención la adaptación de la normativa de solvencia de las entidades de crédito al nuevo entorno contable⁵; la asunción, bajo supervisión del Banco de España, de la gestión del Sistema Nacional de Compensación Electrónica por parte de la Sociedad Española de Sistemas de Pago⁶; la modificación del desarrollo reglamentario de la legislación sobre prevención del blanqueo de capitales⁷; o la determinación de los derechos de crédito futuro susceptibles de ser incorporados a los fondos de titulización de activos⁸.

Entre la regulación que, sin ser específica de las entidades crediticias, presenta una especial incidencia en ellas y, en particular, en las que son emisoras de valores cotizados en mercados oficiales, cabe distinguir, aun de forma genérica, aquella que en desarrollo de la normativa comunitaria ha seguido fomentando la transparencia y armonización de tales mercados.

En el ámbito comunitario tampoco 2005 ha sido un año especialmente prolífico en cuanto a regulación financiera y crediticia se refiere. Así, tan solo merecen ser destacadas, también de forma genérica, distintas iniciativas adoptadas en orden a prevenir la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo, así como para facilitar la realización de fusiones transfronterizas entre las sociedades de capital.

5.4 INFORMACIÓN FINANCIERA Y PRUDENCIAL

En 2005 entró en vigor la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre Normas de Información Financiera Pública y Reservada y Modelos de Estados Financieros. Esta Circular regula las cuentas anuales y demás información financiera que publican las entidades de crédito y sus grupos, así como toda la información financiera que deben remitir las entidades al Banco de España para facilitar sus funciones supervisora y estadística.

Las entidades comenzaron a enviar la información financiera con los nuevos formatos y criterios contables desde los estados correspondientes a junio de 2005. Así mismo, también tuvieron que enviar de nuevo determinados estados relativos a datos de 2004 y a meses anteriores de 2005 confeccionados con los formatos y criterios de la Circular 4/2004 para poder facilitar la comparación de datos.

Como era previsible, los cambios introducidos por la Circular han supuesto un importante esfuerzo tanto para las entidades como para el Banco de España durante todo el año 2005, pues ha sido necesario modificar todos los sistemas informáticos para poder confeccionar y verificar la nueva información, así como volver a elaborar estados atrasados con los nuevos criterios. Por tanto, las rectificaciones a los estados realizadas durante 2005 han sido muy superiores a las de los ejercicios anteriores, puesto que cada vez que se detectaba un error en un estado ha sido necesario modificar los datos correspondientes a períodos anteriores. Las rectificaciones han continuado hasta los estados de diciembre de 2005, puesto que con las auditorías de cuentas afloraron aplicaciones incorrectas de la normativa contable.

Adicionalmente, también desde junio de 2005 un grupo piloto de entidades de crédito ha comenzado a remitir al Banco de España toda su información financiera pública en el lengua-

5. Circular 3/2005 del Banco de España, de 30 de junio, a entidades de crédito, de modificación de la Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos. 6. Resolución de 30 de junio de 2005 de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, por la que se autoriza la asunción por parte de la SESP de la gestión del SNCE con efectos de 30 de junio de 2005. 7. Real Decreto 54/2005, de 21 de enero, por el que se modifican el Reglamento de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, aprobado por el Real Decreto 925/1995, de 9 de junio, y otras normas de regulación del sistema bancario, financiero y asegurador. 8. Orden EHA/3536/2005, de 10 de noviembre, de determinación de derechos de crédito futuros susceptibles de incorporación a fondos de titulización de activos.

je informático XBRL, continuando de esta forma el proyecto de aplicación gradual iniciado en 2003 con las sociedades de tasación. Debido al éxito de esta experiencia, en 2006 se está extendiendo a todas las entidades de crédito la utilización de dicho lenguaje para el envío de la información pública, como un paso previo para introducirlo en la remisión de los estados reservados.

5.5 CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS

El Banco de España compila, por medio de su 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, junto con la relativa a los estados contables de las entidades de crédito, por el propio Banco de España, como fuente de trabajos derivados de las funciones supervisora y estadística, manteniendo la confidencialidad de los datos individuales.

En diciembre de 2005 había más de 28 millones de riesgos directos e indirectos (por garantías de riesgos directos) declarados a la CIR (un 9,3% más que en el año 2004), por un importe de 2,51 billones de euros (25% más), correspondientes a 15,7 millones de titulares distintos (7% más). En junio de 2005 se inició el intercambio de riesgos de personas jurídicas entre la CIR y otras centrales de riesgos europeas (Alemania, Austria, Bélgica, Francia, Italia y Portugal), facilitándose desde noviembre datos trimestrales a las entidades declarantes a la CIR. Por último, el Banco de España publicará este año, por primera vez, una memoria específica de la CIR, que espera que contribuya a un mejor conocimiento de la misma.

5.6 PROYECTO DE OPTIMIZACIÓN DE PROCESOS

En abril de 2005, en el marco de un proyecto global que se irá extendiendo al conjunto de la institución, la Dirección General de Regulación (DGR) abordó la primera experiencia de optimización de procesos dentro del Banco de España con el objetivo de mejorar el servicio prestado tanto a otras Direcciones del Banco como al público en general. La primera fase del proyecto fue de identificación de todos los procesos esenciales que tiene la DGR para poder lograr sus objetivos; la segunda fase se inició en septiembre y se centró en diseñar iniciativas de distinta tipología y complejidad que sirvieran para mejorar la calidad o para aumentar la eficiencia de los procesos. Simultáneamente se inició un proceso de mejora continua que incluye la medición y comparación de resultados alcanzados. En este sentido se diseñaron unos cuadros de mando de los indicadores clave asociados a los distintos procesos de la DGR que facilitan la medición del volumen de actividad por tareas, así como de las ganancias de calidad alcanzadas en el período al que se refieren y que son la base de discusión para el Comité de dirección mensual de la DGR. Por último, se creó un equipo de coordinación de todo el proceso de optimización denominado Project Office, cuya función es facilitar y asegurar la adecuada implantación de las iniciativas acordadas, además de promover nuevas iniciativas que aseguren la mejora continua.

5.7 PARTICIPACIÓN EN EL PROGRAMA DE EVALUACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO DE ESPAÑA POR EL FMI

En el curso del año 2005, el Banco de España ha participado de forma destacada en la realización del Programa de evaluación del Sistema Financiero de España, que, por invitación del Ministerio de Economía y Hacienda a comienzos de 2004, ha llevado a cabo el Fondo Monetario Internacional (FMI). Este Programa de evaluación, conocido internacionalmente como FSAP (acrónimo de Financial Sector Assessment Program), aplica una metodología desarrollada por el FMI y el Banco Mundial y avalada por su aplicación en más de un centenar de países, para apreciar la estabilidad de los sistemas financieros nacionales y, eventualmente, mejorarla identificando las medidas correctoras de las debilidades que el ejercicio haya podido poner de manifiesto. Esta evaluación se ha realizado en el curso de dos visitas a España realizadas por sendas misiones del FMI, que tuvieron lugar, respectivamente, entre el 22 de junio y el 5 de julio, y entre el 2 y el 14 de noviembre. Estas visitas fueron precedidas de sendos

períodos de cumplimentación de cuestionarios detallados y seguidas de otros de revisión e intercambio de puntos de vista y aclaraciones sobre las opiniones extraídas por los miembros de las misiones evaluadoras, de modo que el ejercicio en su conjunto se ha extendido desde febrero de 2005 hasta enero de 2006.

El marco jurídico español atribuye al Banco de España un papel destacado en las tres áreas a las que corresponden los tres pilares sobre los que descansa la estabilidad de todo sistema financiero. El primer pilar lo constituye una infraestructura jurídica e institucional adecuada para el ejercicio de la actividad financiera. El segundo pilar está representado por un entorno de regulación y supervisión sólido de las entidades que constituyen los bloques institucionales del sistema financiero, entre los que el sistema crediticio desempeña en España un núcleo cuantitativa y cualitativamente fundamental. El tercer pilar lo constituye un conjunto adecuado de técnicas de medición y control de los riesgos significativos que las entidades financieras han de gestionar. Su identificación y cuantificación en términos de impacto sobre la solidez del sistema se traduce en una batería de ejercicios de estrés de diversos tipos aplicados a bloques institucionales y a entidades individuales sistémicamente significativas, cuyos resultados individuales quedan en todos los casos adecuadamente protegidos.

Como reflejo de lo expuesto, el Banco ha jugado un papel central en tres de los siete códigos de buenas prácticas internacionales cuyo cumplimiento se ha evaluado en el FSAP de España: los Principios básicos para una supervisión bancaria efectiva, los Principios básicos para sistemas de pago sistémicamente importantes y las responsabilidades del banco central en la aplicación de los mismos, y el Código de buenas prácticas sobre transparencia en política monetaria y financiera. También ha colaborado en la evaluación de tres de los cuatro restantes: Objetivos y principios para la regulación de valores, Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores y Prevención del blanqueo de capitales y lucha contra la financiación del terrorismo. Paralelamente, ha contribuido a definir y ha realizado ejercicios de estrés para el conjunto del sistema de entidades de crédito y ha coordinado los realizados por entidades individuales, agregando posteriormente los resultados. Finalmente, ha facilitado la realización y ha participado intensamente en la discusión de los resultados de cuatro de las cinco Notas técnicas elaboradas por la Misión del FMI, sobre el mercado inmobiliario, endeudamiento y riesgos asociados, sobre participaciones de las carteras de entidades de crédito, sobre regulación y gobierno de las cajas de ahorros y sobre los ejercicios de estrés.

6 Funciones operativas

6.1 LA GESTIÓN DE LOS ACTIVOS DEL BANCO DE ESPAÑA

Los bancos centrales son responsables de la instrumentación de la política monetaria. En el área del euro, esta actuación se lleva a cabo de manera coordinada entre el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales; aquel toma las decisiones de política monetaria, y estos materializan las operaciones consiguientes de oferta de liquidez con las entidades de crédito de su demarcación. Los saldos medios de préstamo concedido por el Eurosistema a las entidades españolas alcanzaron en el año 2005 un importe de 28.584 millones de euros.

A lo largo de dicho período continuó la expansión de la demanda de los billetes en euros, lo que propició un incremento del tamaño del balance, que en el lado del activo se tradujo en un incremento de las inversiones en euros. Además, durante el ejercicio 2005 se procedió a la venta de 65,6 toneladas de oro, en el marco del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, cuyo producto también se invirtió en la compra de bonos en euros. Con ello, el saldo medio de la cartera de renta fija en euros alcanzó un importe de 40.668 millones de euros. Las tenencias de activos en moneda extranjera se mantuvieron en niveles similares a los de finales del año 2004. El saldo promedio en el 2005 fue de 9.556 millones de euros.

Otros activos no gestionables, como las Cuentas Intra-Eurosistema y los Créditos en euros a las Administraciones Públicas, que en el pasado representaban una parte importante del balance del Banco, han seguido disminuyendo. En el caso de las Cuentas Intra-Eurosistema, de forma muy notable, ya que el saldo neto ha pasado a ser negativo (pasivos netos en lugar de activos netos), y en el de los Créditos en euros, que siguen amortizándose anualmente, perdiendo peso relativo respecto al total del balance.

A 31 de diciembre de 2005, los activos gestionables en euros, divisas y oro, alcanzaban los 65.250 millones de euros.

6.2 LA GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE PAGOS

Durante 2005 ha concluido el proceso de reforma del sistema de pagos español, de modo que, en la actualidad, se estructura en torno a dos sistemas: el Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE) para grandes pagos y el Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE) para el procesamiento de pagos al por menor.

El Banco de España gestiona directamente el SLBE, que está configurado como un sistema de liquidación bruta en tiempo real y es uno de los componentes del sistema TARGET, núcleo operativo básico del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Como consecuencia de la aludida reforma y de la absorción de un número importante de pagos al por mayor que antes se gestionaban en el SNCE, en 2005 se ha producido un aumento superior al 60% en el número de operaciones, que alcanzaron casi los 8 millones de transacciones anuales por un importe total superior a los 80 billones de euros.

En lo relativo al SNCE, el hecho más significativo ha sido la finalización del traspaso de las competencias relacionadas con la gestión del sistema desde el Banco de España a la Sociedad Española de Sistemas de Pago (SESP, SA), nueva sociedad propiedad de los participantes. El Banco de España, conforme a lo previsto en la Ley 41/1999, es el encargado de la vigilancia del sistema, y a él le corresponde la facultad de refrendar su normativa. Durante 2005, el SNCE ha procesado un total de 1.277 millones de operaciones iniciadas con diversos instrumentos de pago, principalmente adeudos domiciliados, transferencias, cheques, pagarés y efectos de comercio. El importe total compensado ascendió a 1,7 billones de euros.

Como parte integrante del Eurosistema, el Banco de España ha continuado participando a lo largo del año 2005 en los trabajos destinados al desarrollo de TARGET 2, la nueva generación del actual sistema TARGET, cuya puesta en funcionamiento está prevista para el último trimestre de 2007. La migración de la comunidad bancaria española a TARGET 2 está prevista para el primer trimestre de 2008 (véase apartado 2).

En el ámbito de los pagos al por menor, han continuado los trabajos a nivel comunitario encaminados a la creación de un Área Única de Pagos para el Euro, para la que se han establecido dos hitos principales. El primero será en enero de 2008, fecha en la que los ciudadanos europeos deberán poder disponer de instrumentos de pago paneuropeos, junto a los nacionales, para la realización de sus operaciones. El segundo hito, que significará la culminación del proyecto a finales de 2010, implicará que la mayor parte de los pagos al por menor se hagan con instrumentos paneuropeos y que exista plena compatibilidad operativa entre las diferentes infraestructuras dedicadas al proceso de este tipo de operaciones.

6.2.1 La vigilancia de los sistemas de pagos

La vigilancia de los sistemas de pagos es una importante herramienta para promover su buen funcionamiento, y por ello el Banco de España ha considerado oportuno hacer públicas sus funciones y responsabilidades en este ámbito. Así, en 2005, el Banco ha publicado un documento en el que se aborda el mandato legal que asigna al Banco de España dicha res-

ponsabilidad y se detallan sus objetivos, su ámbito de aplicación y los instrumentos a disposición del Banco para su desarrollo.

Entre esos instrumentos destacan, en primer lugar, la aplicación de estándares internacionales, principalmente del BIS y del FMI, por su gran utilidad para contrastar la solidez y eficiencia de los sistemas de pago, y, en segundo lugar, la cooperación con otras instituciones, tanto a nivel nacional como internacional. En este sentido son especialmente relevantes los Protocolos firmados para la cooperación y el intercambio de información tanto en circunstancias normales como en situaciones de crisis.

Durante 2005, además del seguimiento regular de los sistemas de pago españoles, el Banco de España ha llevado a cabo un análisis exhaustivo del SLBE, ha finalizado la evaluación del SNCE iniciada en 2004 y ha publicado un informe sobre la evolución reciente del mercado de tarjetas bancarias de pago. Con objeto de dar mayor transparencia al ejercicio de la vigilancia, el Banco se propone elaborar informes periódicos en los que se recojan las actividades llevadas a cabo en este ámbito, así como los acontecimientos y desarrollos más destacados en los sistemas de pago nacionales.

6.3 LA GESTIÓN DE LOS BILLETES

Como parte integrante del Eurosistema, el Banco de España emite y retira de la circulación billetes en euros. En el año 2005, el Banco ha entregado 1.834 millones de billetes, lo que supone un incremento del 9% respecto al ejercicio anterior. De forma paralela, el ingreso de billetes en el Banco ha crecido un 9% en relación con el ejercicio anterior, alcanzando los 2.038 millones de billetes en el año.

A principios de año, el Banco de España creó una red auxiliar para el depósito de billetes distribuida a lo largo del territorio nacional, donde las entidades de crédito pueden acudir a retirar y devolver billetes. Se denomina «auxiliar» porque viene a complementar el servicio de caja que el Banco proporciona a través de sus propias sucursales. Mediante este sistema se han ingresado 318 millones a lo largo de nueve meses, contribuyendo de forma positiva a aumentar el número de billetes ingresados en el Banco de España, lo que facilita el control de la circulación y permite mejorar su calidad.

En términos globales, y de forma señalada en las denominaciones de 10 y 20 euros, se mantiene la diferencia a favor del ingreso de billetes, lo que estadísticamente se traduce en una «emisión neta negativa» condicionada por dos factores que mantienen su intensidad: el crecimiento relativamente superior de los billetes de 500 euros y la entrada de billetes generada por el turismo (migración).

En 2005, el tratamiento de billetes en el Banco ha superado los 2.000 millones de billetes, lo que supone un incremento del 5,4% respecto al ejercicio anterior, inutilizando por su deterioro 830 millones, un 27% más que en el ejercicio anterior, y dejando listos para poner de nuevo en circulación 1.170 millones de unidades. Las cifras de destrucción se están elevando considerablemente en Europa y nuestro país es ahora el segundo en importancia relativa. La política de saneamiento de la calidad del billete de baja denominación y la recepción de billetes del extranjero en malas condiciones son los dos factores que contribuyen a explicar nuestro elevado índice de destrucción.

El Banco de España ha actuado en diversas campañas que repercuten directamente en los ciudadanos: a) ha continuado la acción de mejora de la calidad del billete de 5 euros, recogiendo los billetes en mal estado, lo que se ha traducido en una significativa mejora de la calidad de los billetes en circulación; b) se ha ampliado el horario de atención al público en las

ventanillas del Banco de España; y c) se han mejorado los canales de comunicación con el ciudadano difundiendo información sobre el efectivo, a través del sitio web del Banco de España.

En cuanto a las monedas, el Banco de España pone en circulación y retira las monedas en euros emitidas por el Estado español, actuando como su agente financiero. En el año 2005, ha puesto en circulación, por cuenta del Tesoro, 1.637 millones de piezas y ha retirado de la circulación 187 millones. Todas las denominaciones han tenido un efecto neto de salida (1.450 millones de piezas), aunque globalmente la emisión neta positiva representa un porcentaje ligeramente inferior al del ejercicio precedente.

En este año se ha emitido la primera moneda conmemorativa de 2 euros, que rinde homenaje a don Miguel de Cervantes, conmemorando el IV centenario de la primera edición de su obra más reconocida, *El Ingenioso Hidalgo Don Quijote de la Mancha*. La producción aprobada fue de 8 millones de piezas.

Durante 2005 se han canjeado 1,6 millones de billetes de peseta, por un valor de 47 millones de euros, lo que significa una disminución respecto de las cifras de 2004 de un 37% en el número de billetes canjeados y de un 34% en el importe de los mismos. Asimismo, se han canjeado 23 millones de monedas de peseta, por un importe de casi 5 millones de euros. En este caso, la disminución sobre 2004 ha sido de un 37% en el número de piezas y de un 27% en el importe canjeado.

7 Estadísticas

7.1 LA FUNCIÓN ESTADÍSTICA DEL BANCO DE ESPAÑA

Las principales estadísticas que elabora y difunde el Banco de España en el marco de la Ley de Autonomía son las relativas a las instituciones y mercados financieros y a los tipos de interés, aunque la información de base de alguna de las estadísticas incluidas en esos ámbitos procede de otros organismos supervisores [Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y Dirección General de Seguros (DGS)]. Las que se elaboran y difunden en el marco del vigente Plan Estadístico Nacional, PEN (2005-2008), son: 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 según el Protocolo del Déficit Excesivo (PDE). Además, el Banco de España compila y difunde, por medio de su Central de Balances, información sobre la situación patrimonial y los resultados de las sociedades no financieras, que se basan en cuestionarios cumplimentados voluntariamente por las empresas colaboradoras. Las estadísticas citadas se difunden en el *Boletín Estadístico*, en publicaciones monográficas y en el sitio web del Banco de España.

Las referencias previas no definen totalmente la función estadística del Banco de España, cuyos servicios no solo se ocupan de elaborar estadísticas, es decir, de compilar mediante circulares específicas dirigidas a las unidades sujetas a su supervisión (y mediante el acceso a los registros contables y administrativos generados por el Banco en el desempeño de las funciones que tiene asignadas) la información que se utiliza para producir estadísticas, sino que, además, son usuarios de las estadísticas producidas por el resto de las agencias y supervisores nacionales (INE, IGAE, Ministerios, CNMV, DGS, etc.) e internacionales. En algunos casos, se hace con el fin de completar sus estudios sobre la financiación de las diversas agrupaciones institucionales (caso de las estadísticas de la deuda pública a efectos del Protocolo sobre el Déficit Excesivo), y, en general, para poner estas informaciones a disposición de los analistas del propio Banco y de otros estudiosos, con indicación de la fuente, cuando esta no es el propio Banco de España.

Estas actividades se completan con la activa participación de representantes del Banco de España en los foros estadísticos internacionales (en el ámbito del SEBC, la Comisión Europea

—es decir, Eurostat—, Comité Europeo de Centrales de Balances, FMI, BIS, OCDE, etc.), y en el mantenimiento de bancos y bases de datos que posibilitan el estudio de la evolución en el tiempo de todas las variables.

7.2 PRINCIPALES NOVEDADES DURANTE 2005

Durante 2005 se ha llevado a cabo la actualización de las estadísticas a cargo del Banco de España con los niveles de calidad normalmente aceptados y su difusión en fechas preanunciadas, de acuerdo con un calendario que se empezó a publicar en el sitio web del Banco de España en mayo de 2005. Cada una de las actualizaciones aludidas incorpora las novedades y mejoras metodológicas que se recogen en sus respectivas publicaciones.

7.2.1 Estadísticas monetarias y financieras y Cuentas financieras

En el ámbito de las estadísticas recogidas en el marco del PEN durante 2005 se han realizado, entre otros, los siguientes trabajos:

1. La publicación, siguiendo el calendario preestablecido, de las Cuentas Financieras Trimestrales de la Economía y las restantes agregaciones contables e indicadores monetarios y financieros cuya fuente es el Banco de España.
2. El comienzo de los trabajos de recogida de la Encuesta Financiera de las Familias Españolas (EFF) correspondiente a 2005. La encuesta, que es la única fuente estadística en España que permite relacionar las rentas, los activos (financieros y no financieros), la deuda y el gasto de cada unidad familiar, es de naturaleza no periódica, siendo la correspondiente a 2005 la segunda de las realizadas. La primera iba referida al año 2002.
3. La difusión de la Deuda Pública según el Protocolo sobre el Déficit Excesivo. En los Boletines estadísticos de enero y septiembre de 2005, se han empezado a difundir series de la deuda de los ayuntamientos mayores de 500.000 habitantes y de la deuda de las empresas públicas dependientes de cada Comunidad Autónoma.

Respecto de los trabajos que se llevan a cabo en el marco del SEBC y de las estadísticas monetarias y financieras en general, cabe destacar:

1. El inicio durante 2005 de la segunda fase de la implantación de la Base de Datos Centralizada de Valores/ Centralised Securities Data Base (CSDB), que permitirá disponer de información individualizada de las características más relevantes de todos los valores emitidos por las distintas agrupaciones institucionales de los países de la UE y de los de mayor negociación en los mercados internacionales de los valores emitidos por residentes en terceros países.
2. También en este marco, durante 2005 se han dedicado recursos a la preparación de la nueva Orientación del BCE sobre las Otras Instituciones Financieras (OFI) y se han iniciado trabajos para la producción regular de estadísticas sobre este sector.
3. En el *Boletín Estadístico* de diciembre de 2005 se empezó a difundir información sobre la actividad y los estados contables de las sociedades de tasación deducida de los datos que compila el Banco de España por medio de la CBE 3/98.

7.2.2 Estadísticas de Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional

Las principales novedades en este campo han sido las siguientes:

1. La revisión de la serie 1995-2004 de la Balanza de Pagos, realizada de forma coordinada con el cambio de base de la Contabilidad Nacional. Esta revisión

supuso una mejor medición de determinadas operaciones de comercio exterior, del turismo y de los servicios relacionados con el transporte de mercancías, la inclusión, por primera vez, de los beneficios no distribuidos por las empresas de inversión directa y una más correcta diferenciación de las transferencias corrientes y de capital. Como consecuencia de estas revisiones, la cifra de errores y omisiones netos de la Balanza de Pagos se redujo sustancialmente en todos los años del período revisado.

2. La difusión, por primera vez, de datos trimestrales de las rúbricas desagregadas de servicios de la Balanza de Pagos y de su desglose geográfico por los principales países y áreas de contrapartida.
3. La firma de un convenio de colaboración con la Dirección General de Comercio e Inversiones del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, en marzo de 2005, que ha permitido incrementar la calidad de los datos de inversión directa y, en concreto, asignar correctamente a la rúbrica de inversión directa, en todos los cuadros de la Balanza de Pagos, las operaciones de adquisición en bolsa por no residentes de acciones que superan el 10% del capital de empresas españolas. Anteriormente, estas operaciones figuraban en inversiones de cartera y solo se reasignaban a inversión directa en un cuadro pro-memoria con datos trimestrales de la monografía anual.
4. El incremento de los desgloses geográficos y por sector de actividad de los datos de la Balanza de Pagos y la difusión, por primera vez, del desglose geográfico de la Posición de Inversión Internacional, en la Monografía Anual de la Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional.

7.2.3 Resultados de las sociedades no financieras según la Central de Balances

La Central de Balances ha seguido colaborando durante 2005 con la Asociación XBRL España en lo relativo a taxonomías contables y en la implantación, nacional e internacional, de las nuevas Normas Internacionales de Contabilidad (NIC), tema ligado a la adopción del lenguaje XBRL y vinculado a los esfuerzos que el Banco está llevando a cabo fundamentalmente frente a las entidades de crédito que les remiten sus estados contables. Además, se ha seguido trabajando en las bases de datos gestionadas por la Central de Balances, con mejoras puntuales en la definición de ratios de endeudamiento, el cálculo de la tasa de descuento a partir de la que se estima el valor a precios de mercado de las acciones no cotizadas en las Cuentas Financieras de la Economía Española, etc. Por último, la base de datos anual (CBA) y la trimestral (CBT), constituidas a partir de la colaboración voluntaria de las empresas, han consolidado la recepción de cuestionarios de más de 8.500 empresas medianas y grandes (cuyo VAB —Valor Añadido Bruto— supera el 30% del VAB del total del sector) y de más 800 grandes empresas (cuya cobertura es próxima al 15%), respectivamente. La base constituida a partir de las pequeñas empresas facilitadas a la Central de Balances por los Registros Mercantiles con datos coherentes supera ya las 300.000 empresas (cobertura de alrededor del 12%).

7.3 EFECTOS ESTADÍSTICOS DE LA CIRCULAR (CBE 4/2004) SOBRE NORMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA PÚBLICA Y RESERVADA, Y MODELOS DE ESTADOS FINANCIEROS

La nueva Circular Contable 4/2004, que entró en vigor en 2005, regula (al igual que la anterior Circular 4/1991) la información que deben enviar al Banco de España las entidades de crédito con fines estadísticos y de supervisión. Los datos que se compilan por medio de esta Circular constituyen una fuente de base para todas las estadísticas del Banco de España que incorporan, de forma directa o indirecta, información de las entidades de crédito, excepto para las estadísticas de balanza de pagos y de tipos de interés. En ambos casos, la recogida de datos está regulada por medio de circulares específicas, no modificadas durante 2005. La CBE 4/2004, promulgada en diciembre de 2004, requería información a partir de junio de 2005,

fecha a partir de la cual se empezó a disponer de información sobre el balance de las Instituciones Financieras Monetarias de forma más detallada y adaptada a las NIC. Sobre los cambios en la normativa contable, puede consultarse el apartado 5.4.

8 Servicio de Reclamaciones

Durante el año 2005, el Servicio de Reclamaciones ha llevado a cabo una importante labor de modernización y redimensionamiento. En primer lugar, se ha mejorado la información estadística que aparece en la Memoria, ofreciendo una mayor desagregación de la información y realizando un análisis financiero más completo.

Además, en el marco de los esfuerzos del Banco para mejorar el conocimiento por parte del usuario de servicios financieros de sus derechos y obligaciones en materia de contratación de estos productos, se ha creado dentro del sitio web del Banco de España un espacio en el que se puede encontrar información de utilidad para conocer el procedimiento de presentación de una reclamación, los temas que con mayor frecuencia se plantean ante el Servicio, con las opiniones del mismo, e información actualizada sobre las dudas o preguntas que con mayor frecuencia se reciben.

En la misma línea, se ha efectuado una reorganización de las funciones que tradicionalmente se venían desempeñando en el Servicio, dotándole de mayores contenidos, que abarcan la resolución de consultas —ya iniciada el año anterior—, la elaboración de nuevas estadísticas para su posterior publicación en la Memoria y la realización de avances informativos y recopilación de criterios del Servicio sobre las materias reclamadas para su difusión a través del sitio web del Banco de España.

La resolución de consultas y recepción de sugerencias han sido objeto de un especial tratamiento, al ofrecer la posibilidad de efectuarlas por vía telemática, creando a tal efecto sendos buzones, a los que se puede acceder a través del sitio web del Banco de España. Las consultas telefónicas, por su parte, han experimentado un fuerte aumento, gracias a la mejora técnica de la centralita de atención telefónica, que permite ofrecer un mejor servicio.

Por otra parte, se sigue trabajando en la simplificación de procedimientos internos con el objeto de acortar aún más los plazos de respuesta a las consultas, quejas y reclamaciones. Para ello, se ha diseñado un nuevo programa informático que va a permitir una total automatización de los procesos. Su ejecución tendrá lugar durante el año 2006.

En la esfera internacional, la labor del Servicio ha tenido este año una importancia adicional, al formar parte de un grupo de trabajo creado por los miembros de la Red Finnet —de la que España es miembro fundador— cuya finalidad ha sido revisar la labor realizada por la Red y adoptar las medidas necesarias para facilitar su potenciación y desarrollo dentro del espacio europeo en su labor de resolución de conflictos supranacionales en el ámbito bancario y de seguros.

Por lo que se refiere al número de reclamaciones recibidas, se ha producido un aumento, que tiene su origen, principalmente, en el crecimiento y complejidad que va adquiriendo el mercado de productos financieros, y en el mayor número de entidades que operan en el mismo. Lo más destacable es la consolidación del aumento de las reclamaciones presentadas por comisiones y gastos, tendencia que ya se puso de manifiesto en el ejercicio anterior. Por primera vez, las operaciones de pasivo superan a las de activo, que tradicionalmente eran las más reclamadas, debido al mayor número de incidencias que se presentan por la rentabilidad de nuevos productos bancarios, y por el creciente peso que las comisiones bancarias han tenido a lo largo de este ejercicio sobre la renta disponible de los consumidores.

Siguen aumentando las reclamaciones por robo, sustracción y uso fraudulento de tarjetas de crédito y/o débito, adquiriendo especial importancia aquellas en las que se denuncia una duplicidad de la tarjeta. Comienzan también a tener reflejo las quejas y reclamaciones sobre fraudes bancarios a través de Internet, en las que se ponen de manifiesto la utilización de sistemas de obtención ilícita de las claves personales de acceso a la banca por Internet y su posterior uso fraudulento. Por último, persiste el crecimiento del peso relativo que las quejas y reclamaciones tienen sobre el total de cajas de ahorros en relación con el de bancos, debido al acercamiento progresivo de ambos tipos de entidades en cuanto a la clase de productos ofrecidos, y al cobro o aumento de comisiones por servicios que tradicionalmente las cajas venían ofreciendo de forma gratuita o con aplicación de tarifas más reducidas.

9 Comunicación externa

El Banco de España, como institución integrada en el SEBC y con unas funciones delimitadas por su Ley de Autonomía, aplica una política de comunicación encaminada a dar a conocer a la sociedad española sus actuaciones y objetivos, con el fin de garantizar la confianza en las instituciones y el sistema financiero en su conjunto. La importancia de la información en la denominada sociedad del conocimiento obliga a cada institución a desarrollar una política de comunicación como una herramienta más de gestión. En este sentido, la comunicación es para el Banco de España el complemento necesario de su obligación de cumplir las funciones que le confiere el marco legislativo propio y su pertenencia al BCE.

9.1 RELACIONES CON LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN

Dentro de la estrategia de comunicación establecida por el Banco, las relaciones con los medios de comunicación en 2005 han mantenido el objetivo básico de mejorar el conocimiento de los profesionales de la información sobre las actividades del Banco, con particular atención al impacto de dos importantes desarrollos normativos que han ocupado el primer plano del interés informativo: la aplicación práctica al sector bancario de las nuevas normas internacionales de contabilidad y la futura implementación del Nuevo Marco de Capital, Basilea II.

En este contexto, se ha continuado el programa de formación económico-financiera para periodistas a través de numerosos encuentros informativos, en los que se ha intentado compaginar la divulgación del trabajo de diversos departamentos del Banco con otras cuestiones de actualidad que han suscitado el interés de los medios en relación con el sistema financiero, la coyuntura económica española en el marco de la UEM o la evolución de la economía internacional.

En 2005, se ha mantenido una elevada demanda por parte de medios de comunicación internacionales especializados en materia de supervisión y regulación, concediendo el Gobernador 11 entrevistas a publicaciones de ámbito internacional para explicar la evolución de la implantación del Nuevo Marco de Capital y el funcionamiento del sistema financiero español.

Asimismo, otros representantes del Banco han realizado un total de 18 entrevistas con medios de comunicación, la mayoría de ellos de ámbito nacional o autonómico, sobre diversos asuntos de actualidad.

Junto a la difusión de las publicaciones periódicas del Banco, una vía fundamental de comunicación de los puntos de vista de la institución sobre la situación económica y el sistema financiero han vuelto a ser las intervenciones públicas de sus directivos, y, muy en particular, las comparecencias periódicas del Gobernador ante el Congreso (en junio y octubre) y el Senado (noviembre). En 2005, los miembros de los órganos de gobierno del Banco han participado en más de 80 foros nacionales e internacionales, la mayoría de ellos con amplia difusión pública.

También contaron con notable cobertura periodística los actos organizados por el Banco en colaboración con diversos organismos internacionales (véase apartado 3.2).

Por último, hay que resaltar el Plan de Comunicación a través de la Red de Sucursales aprobado en julio, que pretende encuadrar las actividades de comunicación del Banco de España desde todas sus sedes y fomentar las relaciones con los medios de comunicación de ámbito local y regional. En el marco de este plan de comunicación, los directores de las 22 sucursales han mantenido un total de 15 entrevistas con la prensa local, han organizado numerosas visitas escolares a las sucursales y han participado activamente en la presentación simultánea en toda España de los materiales didácticos del BCE sobre la estabilidad de precios (véase apartado 9.3)

9.2 PROGRAMA DE COMUNICACIÓN INSTITUCIONAL

En 2005, el programa de comunicación institucional del Banco de España se ha centrado en dos proyectos básicos: la implantación y seguimiento de la nueva identidad visual y los preparativos para el 150 Aniversario de la denominación Banco de España, que se celebra en 2006.

A lo largo del ejercicio, se ha trabajado intensamente para consolidar la nueva imagen institucional. En este sentido, se ha continuado con el diseño de nuevos soportes y la adaptación de los ya existentes a la nueva identidad gráfica del Banco de España. También se ha elaborado el manual de identidad visual del Banco de España, siendo esta la primera vez que la institución cuenta con un activo de estas características. Todo ello ha permitido implementar 60 nuevos proyectos. Como parte de la estrategia de implantación de la nueva imagen del Banco, se han desarrollado, además, sesiones de formación para dar a conocer a los empleados los nuevos desarrollos de la identidad visual, por las que pasó, de forma voluntaria, gran parte de la plantilla.

Respecto al 150 Aniversario, el Departamento de Comunicación ha desarrollado una imagen propia para arropar los diferentes eventos programados: se han previsto dos exposiciones dedicadas al edificio y a la historia del Banco de España; la emisión de un sello conmemorativo; la inauguración de la nueva esquina proyectada por Rafael Moneo; una conferencia internacional sobre el papel de los bancos centrales en el siglo XXI que reunirá en Madrid a representantes del más alto nivel de numerosas instituciones internacionales, y un concierto homenaje a los empleados del Banco. Merece especial atención el proyecto desarrollado en colaboración con IBM y la Universidad Complutense de Madrid para la creación de un aula virtual sobre la estabilidad financiera y monetaria destinada a los jóvenes, que se lanzará a partir de septiembre de 2006 junto con un concurso para estudiantes de bachillerato.

En el proceso de acercamiento a la sociedad, se ha procedido también a la reedición del libro sobre la historia del Banco y a la elaboración de otra publicación que, bajo el título «Bienvenido al Banco de España», pretende mejorar el conocimiento de los ciudadanos sobre la naturaleza, funciones y organización interna de la institución.

Por otra parte, en 2005 se ha procedido a la reedición de dos glosarios sobre la política monetaria del Eurosistema (uno breve y otro más extenso). Estas publicaciones de carácter divulgativo han sido distribuidas a 6.300 institutos de secundaria, a los miembros del Colegio de Economistas y de la Asociación de Periodistas de Información Económica, a las Escuelas de Negocios y a las bibliotecas de Universidades y Facultades de Económicas y Empresariales.

Además, en estrecha colaboración con el Departamento de Emisión y Caja, se han realizado los estudios previos para la realización de una encuesta sobre los billetes y monedas. También

en relación con los billetes, el Departamento de Comunicación se ha encargado del diseño de los materiales (carteles y pegatinas) de la campaña de conservación de billetes de baja denominación, puesta en marcha por Emisión y Caja en colaboración con el sector financiero.

Paralelamente a estas acciones, ha continuado el programa de visitas institucionales al edificio del Banco, por el que han pasado en 2005 numerosos representantes de los medios de comunicación, el mundo universitario, la empresa y las instituciones públicas.

9.3 EL PORTAL DEL CLIENTE BANCARIO

El Portal del cliente bancario, iniciativa en la que se había estado trabajando intensamente durante el año 2004, y que pretende constituir una herramienta de contacto directo del Banco de España con los clientes de las entidades bancarias, inició su andadura el 28 de febrero de 2005.

Su objetivo es informar y orientar a los clientes bancarios no empresariales sobre ciertos elementos prácticos básicos de su relación con las entidades de crédito y demás entidades supervisadas, informando además sobre el papel que desempeña el Banco de España en aquellos aspectos de su interés ligados a dicha relación, los límites de esas funciones y el papel de las autoridades públicas en ese ámbito.

El portal se estructura en una página de inicio, donde se incluye una descripción breve de su objetivo, un área de contenidos y diversas herramientas y áreas auxiliares, destacando en este punto una dirección de correo electrónico a la que pueden dirigirse quienes deseen realizar alguna consulta en relación con los contenidos del portal.

El área de contenidos se estructura en ocho apartados, referidos a entidades supervisadas, productos bancarios, tipos de interés, comisiones bancarias, quejas y reclamaciones, derechos de los clientes, garantía de depósitos y Central de Información de Riesgos. Entre estos contenidos, destaca la descripción de los productos bancarios más comunes, bastante detallada en cuanto a sus características, y que alcanza desde los préstamos hipotecarios o personales hasta los depósitos a la vista, pasando por servicios típicos como las tarjetas o las transferencias.

Durante el año 2005, el equipo responsable del portal ha publicado 30 noticias sobre cuestiones que se han considerado de interés para los clientes bancarios, diversas estadísticas —como los importes medios de las comisiones más habituales—, nuevas funcionalidades de los simuladores, así como comentarios sobre el fraude con tarjetas y sobre decisiones judiciales sobre cláusulas abusivas en contratos bancarios; los riesgos de los préstamos hipotecarios a tipo de interés variable; las ofertas de intermediarios no bancarios sobre reunificación de deudas; las ofertas de créditos rápidos y las nuevas modalidades de depósitos bancarios a plazo.

El resultado de los primeros diez meses del portal puede calificarse de notable, por cuanto, sin haber llevado a cabo ninguna campaña de difusión distinta de lo que fue su presentación pública, el número de accesos —480.060— o de consultas recibidas vía correo electrónico —1.172— denota un grado de conocimiento bastante extenso. Asimismo, con frecuencia los medios de comunicación escritos se han hecho eco de noticias o artículos publicados por el portal.

9.4 COOPERACIÓN CON EL SEBC

Durante 2005, el Banco de España ha llevado a cabo numerosas actividades de comunicación en el marco de su pertenencia al Sistema Europeo de Bancos Centrales. Además de contribuir a la definición y puesta en práctica de la estrategia de comunicación del Eurosiste-

ma a través de su participación en el Comité de Comunicación Externa y de la difusión por Internet de las notas y comunicados del BCE, ha desarrollado diversas iniciativas que se enmarcan dentro del Plan de Comunicación del Eurosistema.

En este sentido, en el mes de diciembre se inició la distribución en cerca de 7.000 centros escolares españoles del proyecto *La estabilidad de precios: por qué es importante para ti*, producto educativo elaborado en el seno del BCE y que tiene como objetivo sensibilizar a los estudiantes europeos de secundaria acerca de la importancia de la estabilidad de precios. El Banco de España ha organizado presentaciones simultáneas a la prensa y a las autoridades educativas en todas las CCAA del material informativo, siendo relevante el hecho de que el Banco se hiciera cargo, además, de la traducción y adaptación de dichos materiales a las lenguas co-oficiales españolas.

Por último, el Banco de España ha cooperado con el BCE en la organización del acto de entrega del Premio Bernácer de Economía 2004 a la profesora de economía Stephanie Schmitt-Grohé, de la Universidad Duke de Carolina del Norte (EEUU).

10 Organización y administración interna

10.1 POLÍTICAS DE RECURSOS HUMANOS

Durante el año 2005 se ha concluido el proceso de reestructuración emprendido en el año 2002 con el Acuerdo de cierre de sucursales y prejubilaciones voluntarias, que ha supuesto una disminución cercana al 15% de la plantilla total del Banco. Junto con esta reducción, se ha llevado a cabo una importante renovación de la plantilla, tanto en número de empleados como en cualificación, que se ha materializado en 118 nuevas incorporaciones durante el año 2005, de las cuales un 78% está realizando cometidos especializados. La participación femenina ha aumentado, sobre todo entre los titulados universitarios, con un incremento del 7,8% respecto al año anterior. La plantilla total a 31 de diciembre era de 2.642 empleados, representando el grupo de mayor cualificación el 54% y el colectivo de mujeres el 35%.

El Departamento de Recursos Humanos y Organización ha participado de forma muy activa en diferentes grupos de trabajo internacionales cuya finalidad es la implantación de los Propósitos Estratégicos y los Principios Organizativos del Eurosistema, tanto en el cumplimiento de sus funciones por parte de los empleados del Banco de España, como en el ámbito de cooperación y coordinación de actividades entre los Bancos Centrales Nacionales. En este sentido, en el ámbito doméstico, se ha trabajado en el compromiso de buena gestión, estableciendo estructuras y métodos de trabajo más eficaces y eficientes. En el entorno europeo, se ha profundizado en los proyectos de cooperación para el desarrollo de determinadas funciones con el fin de aprovechar las sinergias y evitar duplicaciones de recursos en el ámbito organizativo.

En materia de formación y desarrollo de los recursos humanos, además de las actividades que habitualmente han venido realizándose en los últimos años, se comenzaron a celebrar una serie de seminarios de difusión de la operativa interna del Banco, con el objetivo de promover entre los empleados el conocimiento de las principales actividades llevadas a cabo por los diferentes departamentos, así como de potenciar la cooperación entre los mismos. Además, y con el fin de facilitar la labor de presentación de dichas acciones formativas a los empleados responsables de las mismas, se inició un ciclo de cursos de formación, en los que se proporcionan a los ponentes pautas de actuación y técnicas para desarrollar sus habilidades en este ámbito.

Una de las novedades puesta en marcha a lo largo de 2005 con el objetivo de acercar la formación a un mayor número de empleados ha sido el *blended learning*, combinación de formación asistida por ordenador con canales de apoyo para la resolución de dudas y formación

presencial. Con motivo de la entrada en vigor de la nueva *Circular 4/2004, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros*, se puso a disposición de los empleados del Banco el contenido de la misma a través de esta herramienta, mediante un curso *on line* con soporte presencial y apoyo telefónico.

Dentro del apartado de formación en habilidades, se iniciaron una serie de acciones orientadas a la mejora de la calidad de atención a los ciudadanos y empresas que entran en contacto con el Banco, focalizando esta primera fase en las actividades de la Central de Balances. Paralelamente, dieron comienzo las acciones concretas de cada plan individual de formación para el colectivo de Técnicos de Alto Potencial, relativas a la asistencia a seminarios, cursos y másters en universidades e instituciones de prestigio, así como a las estancias de trabajo en organismos nacionales e internacionales.

10.2 ADMINISTRACIÓN E INMUEBLES

Las obras de ejecución del nuevo edificio con el que se cerrará el complejo que conforma la sede central del Banco en Madrid han continuado según lo previsto, manteniéndose por tanto la inauguración prevista para el primer semestre de 2006.

A lo largo del año han continuado las actuaciones emprendidas para la renovación y actualización de las instalaciones de los edificios del Banco, que se extienden tanto a las instalaciones generales como a las específicas de seguridad y protección contra incendios, y garajes para los vehículos de transporte de fondos, así como a la modernización de los locales de trabajo, con la creación de espacios diáfanos.

En el presente año, se ha potenciado la dotación de instalaciones audiovisuales complejas en diversas salas, de modo que, en 2006, el Banco contará con cuatro salas en las que se podrán realizar videoconferencias, tanto entre los dos edificios de Madrid, como con el exterior.

Asimismo, en el edificio tradicional en Madrid se ha iniciado la segunda fase de la restauración integral de las cubiertas de cinc y se han emprendido otros trabajos de rehabilitación singulares, como la limpieza y restauración de la gran vidriera de la escalera imperial y de las fachadas.

10.3 DIFUSIÓN DEL PATRIMONIO HISTÓRICO

El Banco de España es una institución de larga historia y tradición. Como consecuencia de ello, es titular de un patrimonio histórico-artístico de gran calidad, que ha ido formándose a lo largo del tiempo respondiendo a la sensibilidad de sus gestores para conservar sus documentos y sus bienes.

Para atender la tendencia creciente de la sociedad a la realización de actividades culturales, el Banco de España abre sus puertas, permitiendo el acceso del ciudadano a su patrimonio cultural. Fruto de esta política y haciendo uso de las nuevas tecnologías, el Banco ha emprendido un proyecto de digitalización de sus documentos más importantes, para facilitar su acceso por investigadores y estudiosos y por el público en general, preservando en todo momento la integridad y conservación de dichos documentos. En la actualidad, han sido ya digitalizados, y se pueden consultar por ordenador, los libros de actas del Banco Nacional de San Carlos correspondientes al período 1782 hasta 1828, que constituyen la colección más antigua de libros de actas de una sociedad mercantil que se conserva completa.

Simultáneamente, se han digitalizado, para facilitar su consulta y difusión preservando su conservación, la colección del Banco de España de billetes españoles, correspondiente al período comprendido desde 1783 hasta el momento en que la peseta dejó de ser nuestra moneda de curso legal. La colección está integrada, en muchos casos, por piezas únicas. Abarca los

billetes emitidos en territorio español por todos los bancos con privilegio de emisión, así como emisiones locales realizadas durante la guerra civil.

Por último, en esta línea de difusión del patrimonio histórico y para llegar al gran público, el Banco de España ha acometido la publicación de una obra comprensiva de esta colección de billetes españoles. La obra comprende tres volúmenes, de los que han sido publicados dos, correspondientes a los períodos 1874-1939 y 1940-2001, e incluye todos los billetes emitidos, incluso aunque no llegaran a ponerse en circulación, algunas pruebas para billetes que no fueron finalmente fabricados y alguna selección de diversos signos monetarios emitidos durante la guerra civil.

10.4 GESTIÓN DOCUMENTAL CORPORATIVA

El Banco de España inició en el año 2004 un ambicioso proyecto de modernización del tratamiento de la documentación por sus unidades administrativas, mediante la implantación de un sistema de gestión documental corporativa. Se trata de un proyecto global, que crea un nuevo entorno moderno, unificado y corporativo y que tiene como finalidad última la simplificación de los procesos de trabajo y la eficacia de la institución.

Durante el año 2005 se culminaron los trabajos preparatorios que conlleva la definición del modelo y la búsqueda de las soluciones adecuadas, y se implantó en las unidades piloto el nuevo sistema. La implantación inicial en las unidades piloto, en las que se seleccionaron tipos documentales diversos y complejos, con el objetivo de que abarcaran una casuística muy amplia, permitirá la extensión del modelo, ya probado, al resto de las unidades administrativas del Banco en un período de tiempo razonable, pese a la diversidad de actividades documentales que se llevan a cabo en la institución.

10.5 SISTEMAS DE INFORMACIÓN

El año 2005 ha sido un ejercicio de intensa actividad en el área de Sistemas de Información y Procesos, al cumplirse el tercer año del plan director de sistemas de información, iniciado en 2002, que ha supuesto la realización de unos 300 proyectos en todos los ámbitos del Banco.

Entre los proyectos desarrollados en el área de Administración y Seguridad Informática, cabe destacar el despliegue de la PKI corporativa (clave de identificación), cuyo objetivo fue el de fijar las bases tecnológicas para que los procesos de negocio puedan incorporar nuevos elementos de seguridad, como la firma electrónica y el cifrado. En su diseño se tuvieron en cuenta todos los requisitos necesarios para generar una firma electrónica reconocida, definida en la Ley 59/2003 de firma electrónica, por lo que, a efectos legales, las firmas electrónicas generadas utilizando la infraestructura PKI del Banco de España son totalmente equiparables a la firma manuscrita.

Por lo que respecta a la Gestión de Usuarios, se ha seguido trabajando en la mejora continua del servicio del CAU (Centro de Atención al Usuario), incorporando nuevos controles tendientes a conseguir una mejora en el seguimiento de los problemas. El número de incidencias tramitadas fue de 28.366.

En este año se ha comenzado también a desarrollar el programa de donación de equipos obsoletos a los empleados y ONG, habiéndose entregado 189 ordenadores y 135 monitores.

En el área de Nuevas Tecnologías, entre otras acciones, se ha desarrollado la primera experiencia de e-learning (formación utilizando la Red como soporte) del Banco de España, sobre la Circular 4/2004.

Entre las actividades relacionadas con Sistemas de Gestión, destaca la finalización del traspaso a Iberclear del la Central de Anotaciones (CADE), culminando así con éxito un complejo trabajo de más de cuatro años. Se han comenzado, asimismo, los trabajos para la adaptación de nuestros aplicativos a TARGET 2, habiendo concluido la parte más significativa de la definición de requerimientos funcionales.

En el marco del intercambio de información financiera basado en el lenguaje XBRL, se ha abordado un ambicioso proyecto con 7 grandes entidades financieras para la transmisión de 8 estados financieros públicos (individuales y consolidados).

En el ámbito de la información estadística, ha comenzado la explotación regular del sistema de Datawarehouse para la elaboración de la Balanza de Pagos; se han emprendido importantes trabajos de la Central de Riesgos, que han supuesto la implantación de nuevos sistemas automatizados para la gestión de titulares y de riesgos, e intercambio con otras centrales europeas; y se ha avanzado sustancialmente en la reingeniería de la Central de Balances. Por lo que respecta al campo de la supervisión, los trabajos se han centrado en el nuevo sistema de gestión integrada de la actividad supervisora y en la nueva infraestructura para centralización de datos y distribución de *software* para la Dirección General de Supervisión.

En cuanto a Infraestructuras y Tecnología, se inició el proyecto de cambio de la base de datos del ordenador central que soporta la aplicaciones críticas del Banco, para evitar un riesgo tecnológico en el futuro. Para los entornos distribuidos, plataformas Windows y Unix, cada vez más importantes para el Banco, se ha desarrollado una solución de recuperación ante desastres, en caso de inoperatividad de una de las dos salas de proceso de datos. También ha finalizado el desarrollo y la fase piloto de la comunicación con las entidades financieras en el ámbito de los sistemas de pago, proyecto ECA, que hace uso extensivo de la red SWIFTnet y de presentación en navegador.

Por último, cabe reseñar la definición e implementación en dos departamentos de un marco de gestión integral del riesgo operativo en el Banco de España para garantizar su excelencia operativa. En este marco, resulta de especial relevancia la presidencia, junto con la Reserva Federal, de un Grupo de Trabajo Internacional de Riesgo Operativo, integrado por 18 bancos centrales de todo el mundo. Otros de los focos de atención ha sido el diseño y la implementación del Plan de Continuidad de Negocio del Banco de España.

10.6 AUDITORÍA INTERNA

La Auditoría Interna, conforme al Estatuto aprobado por la Comisión Ejecutiva el 28 de noviembre de 2001, tiene por objeto evaluar los riesgos inherentes a las actividades del Banco de España y la eficacia y eficiencia de los sistemas establecidos para su gestión y control.

La función de auditoría interna es ejercida por el Departamento del mismo nombre (DAI), que depende directamente del Gobernador y, por delegación, del Subgobernador. 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, autorizado por el Subgobernador el 17 de diciembre de 2004, dando cuenta a la Comisión Ejecutiva del mismo día.

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 2005, 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; operaciones logísticas con billetes en euros; arqueo de las reservas estratégicas depositadas por el Banco Central Europeo; sistema de seguimiento de falsificación de billetes; sistema de teleconferencia del SEBC; sistema Cebamail (correo electrónico seguro) del SEBC; políticas de seguridad de los sistemas de información del SEBC; funcionamiento del mecanismo de tipos de cambio en la tercera fase de la UEM; cumplimiento de la definición del Eurosistema sobre segregación de funciones en las operaciones de política monetaria; sistemas de información estadística; e inspección de las sucursales de Palma de Mallorca, Badajoz, Murcia, Ceuta, San Sebastián, Pamplona y Logroño.

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA
EJERCICIO 2005

Introducción

Las cuentas anuales del Banco de España, tal como establece el artículo 29.1 de su Reglamento Interno, aprobado por Resolución de su Consejo de Gobierno de 28 de marzo de 2000 (BOE de 6 de abril), comprenden el balance, la cuenta de resultados y la memoria explicativa. Dichas cuentas, conforme a lo previsto en el artículo citado, han sido elaboradas de acuerdo con la normativa contable interna del Banco de España. La citada normativa sigue los principios contables de general aplicación, adaptados a las características especiales de las operaciones y funciones de un banco central, y los criterios contables y normas de valoración establecidos para el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), en todos aquellos aspectos que le son de aplicación, de acuerdo con lo estipulado en el artículo 26.4 de los Estatutos del SEBC sobre normalización de principios y prácticas contables del Eurosistema.

Las cuentas anuales del Banco de España han sido sometidas, de acuerdo con lo establecido en los artículos 29 y 32 de su Reglamento, a la auditoría de su Departamento de Auditoría Interna y al análisis y examen de la Comisión de Auditoría designada al efecto por el Consejo de Gobierno del Banco, por acuerdos de 19 de diciembre de 2003 y de 28 de enero de 2005. Asimismo, dichas cuentas han sido auditadas por auditores externos independientes, tal como establece el citado artículo 29 de su Reglamento Interno y el artículo 27 de los Estatutos del SEBC.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 4.2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, corresponde al Gobierno, a propuesta del ministro de Economía y Hacienda, aprobar el balance y cuentas del ejercicio del Banco, que serán remitidos a las Cortes Generales para su conocimiento. Corresponde al Consejo de Gobierno del Banco, a tenor de lo establecido en el artículo 21.g) de la citada Ley, formular las cuentas anuales de esta institución.

Las cifras consignadas, salvo indicación en contrario, están expresadas en millones de euros. Las correspondientes a 2004 se ofrecen únicamente para facilitar su comparación con las de 2005. 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 2005. En su apartado 2 se incluyen el balance y la cuenta de resultados; 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 Balance y cuenta de resultados

BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2005

(En millones de euros)

	NÚMERO NOTA	2005	2004
ACTIVO			
1. Oro y derechos en oro	1	6.399,79	5.410,70
2. Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro		8.192,89	9.035,87
2.1. Activos frente al FMI	2	1.067,17	1.540,94
2.2. Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	3	7.125,72	7.494,93
3. Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	4	2.331,17	440,56
4. Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro		1.926,30	1.287,25
4.1. Depósitos, valores y préstamos	5	1.926,30	1.287,25
4.2. Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		—	—
5. Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	6	31.930,55	23.408,39
5.1. Operaciones principales de financiación		29.377,70	20.723,01
5.2. Operaciones de financiación a más largo plazo		2.552,72	2.684,45
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		0,13	0,93
6. Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	7	3,82	4,48
7. Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	8	46.401,37	28.044,91
8. Créditos en euros a las Administraciones Públicas	9	7.979,12	8.541,93
9. Cuentas intra-Eurosistema	10	17.425,78	32.286,36
9.1. Participación en el capital del BCE		432,70	432,70
9.2. Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE		4.326,98	4.326,98
9.3. Activos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema		—	—
9.4. Otros activos intra-Eurosistema (neto)		12.666,11	27.526,68
10. Partidas en curso de liquidación		0,85	0,97
11. Otros activos		2.269,15	2.063,29
11.1. Inmovilizado material e inmaterial	11	203,97	195,30
11.2. Otros activos financieros	12	69,18	51,94
11.3. Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	13	—	44,11
11.4. Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	14	951,47	678,13
11.5. Diversos	15	1.044,53	1.093,81
TOTAL ACTIVO		124.860,80	110.524,69

	NÚMERO NOTA	2005	2004
PASIVO			
1. Billetes en circulación	16	56.558,34	50.158,28
2. Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	17	16.531,07	13.090,90
2.1. Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)		16.531,07	13.085,97
2.2. Facilidad de depósito		—	—
2.3. Depósitos a plazo		—	—
2.4. Operaciones temporales de ajuste		—	—
2.5. Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		—	4,93
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		15.627,89	15.908,16
5.1. Administraciones Públicas	18	13.277,69	13.972,89
5.2. Otros pasivos	19	2.350,20	1.935,26
6. Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	20	28,08	30,36
7. Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro		3,55	1,54
8. Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro		126,29	15,72
8.1. Depósitos y otros pasivos	21	126,29	15,72
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	361,52	340,52
10. Cuentas intra-Eurosistema	23	23.667,70	21.503,24
10.1. Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema		23.667,70	21.503,24
10.2. Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)		—	—
11. Partidas en curso de liquidación	24	240,86	44,87
12. Otros pasivos		457,27	1.539,64
12.1. Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	25	12,31	-
12.2. Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados	26	123,31	89,50
12.3. Diversos	27	321,65	1.450,15
13. Provisiones	28	2.706,65	2.794,26
14. Cuentas de revalorización	29	5.786,33	4.283,72
15. Capital y reservas		4,54	4,54
15.1. Capital	30	1,37	1,37
15.2. Reservas	31	3,17	3,17
16. Beneficio del ejercicio	32	2.760,72	808,95
TOTAL PASIVO		124.860,80	110.524,69


	NÚMERO NOTA	2005	2004
Ingresos por intereses	1	2.449,71	2.044,24
Gastos por intereses	2	-865,40	-689,97
Ingresos netos por intereses		1.584,31	1.354,26
Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	3	817,24	223,97
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	4	-189,63	-507,99
Dotaciones y excesos de provisión por riesgo de tipo de cambio y precio	5	-1,16	199,90
Resultado neto por operaciones financieras, saneamientos y dotaciones para riesgos		626,44	-84,12
Ingresos por honorarios/comisiones		11,91	10,50
Gastos por honorarios/comisiones		-4,19	-3,87
Ingresos netos por honorarios/comisiones	6	7,72	6,63
Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	7	18,83	12,41
Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios	8	11,36	-145,03
Otros ingresos y quebrantos	9	1.026,39	45,75
TOTAL INGRESOS NETOS		3.275,04	1.189,91
Gastos de personal	10	-195,54	-214,77
Gastos en bienes y servicios	11	-102,98	-88,79
Amortización del inmovilizado	12	-27,15	-25,65
Costes de producción de billetes	13	-52,36	-31,26
Otros gastos		-2,41	-2,67
TOTAL GASTOS OPERATIVOS		-380,44	-363,14
Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones	14	-133,88	-17,82
BENEFICIO DEL EJERCICIO	15	2.760,72	808,95

V.º B.º
El Gobernador,



JAIME CARUANA

El Interventor General,



ANTONIO ROSAS

2 Memoria explicativa

Normativa contable

1 PRINCIPIOS BÁSICOS

Para la elaboración de las cuentas anuales se han aplicado los principios contables de: realidad económica y transparencia, empresa en funcionamiento, prudencia, registro de acontecimientos posteriores al cierre, importancia relativa, devengo y consistencia y comparabilidad.

2 CRITERIOS DE CONTABILIZACIÓN

Las cuentas se han preparado siguiendo el criterio general del coste histórico, con las modificaciones necesarias para incorporar el precio de mercado en los valores negociables de renta fija, en el oro y en la posición en moneda extranjera. Las operaciones realizadas con activos y pasivos se contabilizan en la fecha de su liquidación.

Como excepción a la aplicación del citado criterio general de coste histórico, debe señalarse que, el 31 de diciembre de 1998, con motivo de la creación del SEBC y en aplicación de las normas contables armonizadas establecidas para el Sistema Europeo de Bancos Centrales, el oro, los valores nacionales y extranjeros de renta fija y las divisas fueron valorados a los precios y tipos de cambio de mercado existentes en aquel momento, con abono a cuentas de revalorización del pasivo, en los casos de plusvalías latentes, y con adeudo a resultados, en los de minusvalías no realizadas. Dichas plusvalías latentes se abonan a resultados con posterioridad, cuando se realiza la venta del activo correspondiente o para compensar minusvalías latentes puestas de manifiesto con posterioridad en el mismo activo o posición financiera.

Los criterios de valoración concretos aplicados a cada uno de los activos y pasivos que se citan han sido los siguientes:

Oro

Se contabiliza por su precio de adquisición, determinado por el efectivo satisfecho, incluidos todos los gastos inherentes a la operación.

El coste de las ventas se obtiene aplicando el método LIFO diario. En el caso de que el efectivo a desembolsar o a percibir venga establecido en una divisa diferente del euro, se convierte a euros al tipo de cambio medio existente en el mercado dos días hábiles antes de la fecha de liquidación de la operación.

El último día de cada mes, las existencias de oro se valoran al precio de mercado en euros de la onza troy de oro fino. Las plusvalías o minusvalías no realizadas (excepto en el caso de minusvalías a fin de año) se reflejan en una cuenta de ajuste, con abono o adeudo, respectivamente, a una cuenta de revalorización o de gasto. Tanto unas como otras son canceladas al final del mes siguiente.

Las minusvalías existentes a fin de ejercicio se llevan a la cuenta de resultados, modificándose el precio medio contable. Tales minusvalías se consideran irreversibles en revaluaciones posteriores.

En las operaciones temporales de oro contra divisas, la cesión del oro se registra en cuentas de orden, sin afectar a las cuentas patrimoniales. A la divisa recibida a cambio se le da entrada en el activo, registrando simultáneamente en el pasivo la obligación de devolverla. Las posibles diferencias que surjan entre el oro entregado al contado y el recibido a plazo se contabilizan como si se tratara de una operación de compraventa independiente, al vencimiento de la operación.

Divisas	<p>Las compras se contabilizan por su precio de adquisición en euros. Las compras y las ventas de divisas contra euros se valoran al tipo de cambio concertado en la operación, mientras que en las operaciones de compraventa de divisas contra divisas la valoración en euros se efectúa al tipo de cambio medio de mercado de la divisa vendida en la fecha de contratación de la operación. Las operaciones en una divisa que no supongan modificación de la posición global de la misma no afectan al valor contable de dicha posición.</p> <p>El coste en euros de las divisas vendidas se calcula por el método LIFO diario.</p> <p>Las divisas son objeto de regularización mensual, debiendo valorarse a su precio de mercado. Dicha regularización se efectúa sin compensar plusvalías con minusvalías de diferentes monedas. Las plusvalías y minusvalías (a excepción de las minusvalías en fin de año) se reflejan en cuentas de ajuste, con abono y adeudo, respectivamente, a cuentas de revalorización y cuentas de gasto. Tanto unas como otras son canceladas al final del mes siguiente.</p> <p>Las minusvalías existentes a fin de año se llevan a la cuenta de resultados del ejercicio, afectando, en ese caso, al coste medio de la divisa de que se trate. Tales minusvalías se consideran irreversibles en revaluaciones posteriores.</p>
Billetes extranjeros	Se aplican los mismos criterios que los establecidos en el apartado anterior para las divisas.
Derechos especiales de giro	Los derechos especiales de giro y la posición neta en el Fondo Monetario Internacional se valoran al cambio de mercado de los derechos especiales de giro al cierre del ejercicio, con los mismos criterios que el resto de las divisas.
Valores	<p>Se contabilizan por su precio de adquisición, determinado por el efectivo satisfecho, deducido, en su caso, el cupón bruto devengado.</p> <p>El coste de las ventas o las amortizaciones se determina en función del precio medio contable del valor de que se trate.</p> <p>Los valores son objeto de regularización mensual, debiendo valorarse a su precio de mercado. Dicha regularización se efectúa sin compensar plusvalías con minusvalías de diferentes códigos-valor. Las plusvalías y minusvalías (a excepción de las minusvalías en fin de año) se reflejan en cuentas de ajuste, con abono y adeudo, respectivamente, a cuentas de revalorización y cuentas de gasto. Tanto unas como otras son canceladas en regularizaciones posteriores.</p> <p>Las minusvalías existentes a fin de año se llevan a la cuenta de resultados del ejercicio, abonando su importe directamente en la cuenta de valores y modificando el precio medio contable del código-valor afectado y, por tanto, su tasa interna de rendimiento. Tales minusvalías se consideran irreversibles, no siendo canceladas al final del mes siguiente.</p> <p>Las primas, descuentos y cupones devengados y no vencidos son objeto de la periodificación correspondiente, empleando para su cálculo la tasa interna de rendimiento de cada código-valor.</p> <p>En el caso de los valores denominados en moneda extranjera, las referencias efectuadas en este apartado a los precios de adquisición y de mercado se entenderán referidas a la divisa correspondiente, traspasando estos importes a euros, según se establece en el apartado relativo a las divisas.</p>

Operaciones temporales con valores	<p>Las adquisiciones temporales de valores se registran en el activo del balance como préstamos con garantía por el efectivo concedido. Los valores adquiridos bajo este tipo de acuerdo no son revalorizados ni pasan a formar parte de la cartera.</p> <p>Las cesiones temporales de valores se registran en el pasivo del balance como depósitos recibidos con garantía de valores, sirviendo de contrapartida el efectivo recibido. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del Banco de España y son tratados como si siguiesen formando parte de su cartera. Los acuerdos de recompra que se refieran a valores denominados en moneda extranjera no producen efecto alguno sobre el coste medio de la posición en divisas.</p> <p>En los préstamos directos de valores, la adquisición y cesión temporal efectuadas de forma simultánea se contabilizarán independientemente, registrando cada una de ellas de acuerdo a las normas de valoración expuestas en los dos párrafos anteriores.</p> <p>Los préstamos automáticos de valores no son objeto de registro en el balance, contabilizando exclusivamente los ingresos obtenidos dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias. Las operaciones vivas a fin de año se registran en cuentas de orden.</p>
Activos en situaciones especiales	Todos los activos sobre cuya recuperación existen dudas razonables se contabilizan en cuentas diferenciadas, dotando sobre ellos la correspondiente provisión.
Créditos a entidades financieras y saldos con bancos centrales de la Unión Europea	Se valoran por su nominal.
Créditos singulares al Estado y a la Seguridad Social	Los créditos singulares concedidos al Estado a los que se refiere la disposición transitoria séptima de la Ley 21/1993, de Presupuestos Generales del Estado para 1994, así como el concedido a la Seguridad Social, contemplado en la disposición transitoria sexta de la Ley 41/1994, de Presupuestos Generales del Estado para 1995, se valoran por su nominal.
Acciones y participaciones	Las acciones y participaciones en instituciones nacionales y/o internacionales, incluida la participación en el Banco Central Europeo, se valoran por su precio de adquisición. La participación en la sociedad Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros SA, se valora por su valor teórico contable.
Activos fijos materiales e inmateriales	<p>Los bienes comprendidos en el inmovilizado se valoran al precio de adquisición, el cual incluye, además, el IVA soportado no deducible y todos los gastos adicionales que se producen hasta su puesta en funcionamiento. Los activos fijos cuyo coste es inferior a 300 euros son registrados como gasto en el año de su adquisición.</p> <p>Las dotaciones anuales para la amortización se calculan por el método lineal en función de la vida útil estimada de los diferentes bienes. No se consideran bienes amortizables los terrenos y solares, ni aquellos que forman parte del tesoro artístico del Banco. La amortización se efectúa mediante procesos mensuales, a partir del mes siguiente al de la fecha de contabilización o puesta en funcionamiento.</p> <p>Los gastos relevantes relacionados con proyectos que vayan a tener vigencia durante varios años pueden ser activados y amortizados en el plazo máximo de cuatro años.</p>

Los porcentajes de amortización aplicados a los distintos elementos del inmovilizado durante 2005 han sido iguales a los aplicados el año anterior. Dichos porcentajes fueron los siguientes:

En porcentaje	
Edificios de uso propio	2
Instalaciones	6
Muebles y equipos de oficina	
<i>Bibliotecas</i>	10
<i>Mobiliario</i>	10
<i>Máquinas de oficina no informáticas</i>	20
<i>Máquinas para el tratamiento de billetes y monedas</i>	20
<i>Equipos informáticos</i>	25
<i>Otras máquinas y utillaje</i>	20
Elementos de transporte	20
Aplicaciones informáticas	33
Tesoro artístico	0

Billetes en circulación

El BCE y los 12 BCN que, junto con él, forman el Eurosistema han emitido billetes euro desde el 1 de enero de 2002¹. El valor total de los billetes euro en circulación se asigna el último día hábil de cada mes, en función de la clave de asignación de billetes².

Al BCE se le ha asignado una participación del 8% del valor total de billetes euro en circulación a partir de 2002, mientras que el 92% restante se ha asignado a los BCN de acuerdo con sus respectivas claves en el capital del BCE. La parte de los billetes asignada a cada BCN se muestra en la rúbrica «Billetes en circulación» del pasivo del balance.

La diferencia entre el valor de los billetes euro asignados a cada BCN de acuerdo con la clave de asignación de billetes y el valor de los billetes euro que de hecho pone en circulación da lugar a la aparición de saldos intra-Eurosistema remunerados. Estos activos o pasivos, que devengan intereses³, se muestran en el epígrafe «Cuentas intra-Eurosistema.—Activos/pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema» (véase «Cuentas intra-Eurosistema» en las notas sobre normativa contable).

Desde 2002 hasta 2007, los saldos intra-Eurosistema derivados de la asignación de billetes euro se ajustan para evitar cambios significativos en las posiciones relativas de ingresos de los BCN en comparación con ejercicios anteriores. Los ajustes se determinan teniendo en cuenta las diferencias entre el importe medio de billetes en circulación de cada BCN en el período comprendido entre julio de 1999 y junio de 2001 y el importe medio de billetes que les habrían sido asignados durante ese período según su clave en el capital del BCE. Los ajustes se van reduciendo anualmente hasta final de 2007, momento a partir del cual los ingresos correspondientes a billetes serán distribuidos en proporción a las participaciones desembolsadas por los BCN en el capital del BCE.

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».

¹. Decisión del Banco Central Europeo de 6 de diciembre de 2001 sobre la emisión de billetes euro (BCE/2001/15) DOL 337, 20.12.2001. ². Se denomina clave de asignación de billetes a los porcentajes que resultan de tomar en consideración la participación del BCE en la emisión total de billetes euro y aplicar la clave en el capital suscrito vigente a fin de cada mes a la participación de los BCN en dicha emisión total. ³. Decisión del Banco Central Europeo de 6 de diciembre de 2001 sobre la distribución de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de Estados participantes desde el ejercicio 2002 (BCE/2001/16) DOL 337, 20.12.2001.

De acuerdo con la Decisión del BCE de 17 de noviembre de 2005 (BCE/2005/11), sobre la distribución entre los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes de los ingresos del BCE por billetes en euros en circulación, derivados del 8% de billetes euro que tiene asignados, estos ingresos pertenecen a los bancos centrales nacionales y su distribución tiene carácter anual. Dicha Decisión establece que el Consejo de Gobierno del BCE puede decidir, 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 o de fluctuación de la cotización del oro. El Consejo de Gobierno del BCE puede decidir, también, antes de final de ejercicio, que no se distribuyan en todo o en parte estos ingresos, si prevé que el BCE va a incurrir en pérdidas o que su beneficio neto anual puede ser inferior al importe del señoreaje de sus billetes en euros en circulación. Finalmente, la distribución de estos ingresos puede reducirse, previa decisión del Consejo, por los costes incurridos por el BCE en la emisión y manejo de billetes euro. 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, por lo que, como ha ocurrido en 2005, ejercicio en el que los bancos centrales nacionales han recibido el señoreaje correspondiente a los tres primeros trimestres del año, el BCE podía requerir a dichos bancos la devolución en todo o en parte de los mencionados ingresos distribuidos durante el ejercicio.

Cuentas intra-Eurosistema

La participación del Banco de España en el capital del BCE, la contrapartida de las reservas transferidas a este y el saldo neto resultante de las transferencias emitidas y recibidas por TARGET⁴ entre los bancos centrales nacionales del SEBC, incluido el BCE, dan lugar a cuentas intra-Eurosistema. También dan lugar a este tipo de cuentas los saldos frente al BCE resultantes de la asignación de billetes euro en el Eurosistema, del resultado de la aportación y asignación de los ingresos monetarios y de las posiciones frente al mismo por el aplazamiento de cobros y pagos diversos.

Los saldos intra-Eurosistema resultantes de la asignación de billetes euro en el Eurosistema se incluyen conjuntamente como activo o pasivo en el epígrafe «Activos/pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema», dependiendo de cuál sea su saldo neto (véase «Billetes en circulación» en las notas sobre normativa contable). En el caso de las operaciones TARGET, los saldos resultantes se incluyen como activo o pasivo en el epígrafe «Otros activos/pasivos intra-Eurosistema (neto)».

Reconocimiento de ingresos y gastos

Los ingresos y gastos se registran en el período en el que se devengan.

Las ganancias realizadas y las pérdidas realizadas y latentes se traspasan a la cuenta de pérdidas y ganancias. Para calcular el precio de adquisición de los elementos vendidos se utiliza el método del coste medio para los valores y el LIFO diario para las divisas y el oro. En el caso de pérdidas no realizadas en algún elemento a final de año, su coste medio se reduce hasta ajustarlo al precio de mercado y/o tipo de cambio de fin de año.

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, traspasándose a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se llevan a la cuenta de pérdidas y ganancias en la medida en que excedan a las ganancias previas por revalorizaciones registradas en las correspondientes cuentas de revalorización, no revirtiendo en años siguientes frente a nuevas ganancias no

4. Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real.

realizadas. Las pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro, no se compensan con las ganancias no realizadas en otra moneda o valor.

Las primas o descuentos en valores adquiridos se calculan y presentan como ingresos por intereses y se periodifican a lo largo de la vida residual de los activos, junto con los cupones que se van devengando, de acuerdo con el método de la tasa de rendimiento interno.

Plan de Pensiones

El Plan de Pensiones se encuadra entre los denominados de empleo, en la categoría de aportación definida. El Fondo, por su parte, es de carácter externo y tipo cerrado. Las contribuciones que realiza el Banco de España por los empleados que, incorporados al mismo con posterioridad al 31.1.1986, forman parte del Plan y tienen derecho a ello, están establecidas en el 7,5% del denominado sueldo regulador⁵, 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 balance⁶

La posición a plazo en moneda extranjera, formada por las operaciones a plazo en divisas y por la parte a plazo de las operaciones *swaps* de divisas, se incluye en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio.

Las posiciones en futuros sobre tipos de interés son objeto de revalorización elemento por elemento y tratadas de manera similar a los valores.

Las pérdidas y ganancias derivadas de posiciones registradas fuera de balance son registradas y tratadas de forma similar a las pérdidas y ganancias de activos y pasivos del balance.

Acontecimientos posteriores al cierre del balance

Los activos y pasivos se ajustan para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno formula los estados financieros, si tales acontecimientos afectan de forma significativa a la situación de aquellos.

Notas explicativas al balance

1 ORO Y DERECHOS EN ORO

Las tenencias de oro a cierre del ejercicio se elevan a 6.399,79 millones de euros, equivalentes a 14,717 millones de onzas troy⁷ de oro fino valoradas a 434,86 euros por onza. Dicho importe es superior en 989,09 millones al de 2004, como consecuencia tanto del aumento del precio de mercado (al cierre de 2004 la onza cotizaba a 321,56 euros), como de la disminución de las tenencias por las ventas que han tenido lugar a lo largo del ejercicio (el número de onzas troy de oro fino al cierre de 2004 era de 16,826 millones).

2 ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—ACTIVOS FRENTE AL FMI

Se recogen en este epígrafe: a) los derechos especiales de giro (DEG) en el tramo de reservas (636,39 millones de euros), que incluyen la posición neta en el Fondo Monetario Internacional (FMI) (636,39 millones de euros) y la posición tramo euros y su cuenta de contrapartida (3.047,87 millones de euros con signo positivo y negativo); b) los DEG en el FMI (280,81 millones de euros), y c) otros activos frente al FMI (149,96 millones de euros). En conjunto, el valor de los activos frente al FMI disminuyó en 473,77 millones de euros respecto a su saldo en 2004, debido al efecto neto de las siguientes causas: a) por compraventa neta de DEG, -554,82 millones de euros, b) por la variación del tipo de cambio de mercado, 58,94 millones de euros, y c) por los intereses percibidos en DEG, 22,10 millones de euros. En 2005 no tuvo lugar ninguna modificación en la cuota de España en el FMI, que se mantuvo en 3.048,90 millones de DEG.

5. La mencionada contribución estaba establecida en el 6,5% hasta la firma en 2004 del convenio colectivo para los ejercicios 2002/2005, que la fijó en el 7,5% con efectos a partir del 1.1.2003. 6. 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. 7. 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€ = 0,8265 DEG.

3 ACTIVOS EN MONEDA
EXTRANJERA FRENTE A NO
RESIDENTES EN LA ZONA DEL
EURO.—DEPÓSITOS, VALORES,
PRÉSTAMOS Y OTROS ACTIVOS
EXTERIORES

Se recogen en este epígrafe los valores de renta fija, los depósitos, los préstamos y el resto de los activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro. Su importe total a 31.12.2005 se eleva a 7.125,72 millones de euros, con el detalle que figura en el cuadro siguiente:

En millones de euros			
Tipo de activo	2005	2004	Variación
Depósitos	1.355,72	1.912,67	-556,95
Valores (a)	5.768,63	5.434,13	334,50
Préstamos y otros	-0,03	147,20	-147,23
Billetes de fuera de la zona del euro	1,41	0,93	0,47
Total	7.125,72	7.494,93	-369,21

a. A 31 de diciembre de 2005, parte de la cartera de valores en dólares, por un valor de mercado de 190,03 millones de dólares USA, se encontraba cedida temporalmente a través de contratos de préstamos automáticos de valores firmados con los depositarios de estos valores. Los contratos de préstamos automáticos facultan al depositario de los valores a prestarlos a un tercero en operaciones a un día, con determinadas limitaciones establecidas en el propio contrato.

A 31 de diciembre de 2005, el 99,90% de los depósitos en divisas en bancos extranjeros, inversiones en valores y préstamos en moneda extranjera, 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 € = 1,1797 \$ USA).

El descenso del saldo de este epígrafe (369,21 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	-1.500,98
Por el aumento de las ventas temporales en préstamos directos de valores	95,84
Por los intereses percibidos	269,99
Por las pérdidas por precio en ventas de valores y futuros	-35,82
Por la regularización a precios de mercado a 31 de diciembre	-45,01
Por la regularización a cambios de mercado a 31 de diciembre	846,74
Otros	0,03
Total	-369,21

4 ACTIVOS EN MONEDA
EXTRANJERA FRENTE
A RESIDENTES EN LA ZONA
DEL EURO

Esta rúbrica del balance puede incluir tanto depósitos como valores en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro, aunque en la actualidad solo se mantienen saldos en depósitos en instituciones financieras monetarias, cuyo importe a fin de 2005 es de 2.331,17 millones de euros, habiendo aumentado en 1.890,61 millones de euros respecto del año anterior debido fundamentalmente al incremento de los depósitos a plazo en dólares USA.

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 residentes fuera del área del euro y los valores denominados en euros emitidos por residentes fuera de la zona del euro. Del importe de este epígrafe (1.926,30 millones de euros), la casi totalidad (1.925,73 millones) corresponde a valores de renta fija emitidos en euros por organismos internacionales, que experimentaron un aumento de 639,13 millones respecto a 2004, debido a las compras efectuadas en el ejercicio.

6 PRÉSTAMOS EN EUROS
CONCEDIDOS A ENTIDADES
DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL
EURO EN RELACIÓN CON
OPERACIONES DE POLÍTICA
MONETARIA

Esta rúbrica recoge el importe de los préstamos otorgados en euros a entidades de crédito de la zona del euro a través de los que se ejecuta la política monetaria, cuyo detalle se recoge en el cuadro siguiente:

En millones de euros			
Tipo de operación	2005	2004	Variación
Operaciones principales de financiación	29.377,70	20.723,01	8.654,69
Operaciones de financiación a más largo plazo	2.552,72	2.684,45	-131,73
Operaciones temporales de ajuste	—	—	—
Operaciones temporales estructurales	—	—	—
Facilidad marginal de crédito	—	—	—
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0,13	0,93	-0,79
Total	31.930,55	23.408,39	8.522,17

Su saldo a 31 de diciembre de 2005 es superior en un 36,41% al de 2004, habiendo aumentado el saldo medio diario de la financiación otorgada a lo largo del año en un 12,91% (28.592,20 millones en 2005, frente a 25.322,51 millones en 2004).

El 90,21% del saldo medio anual de la financiación se otorgó a través de «Operaciones principales de financiación», y otro 9,78% se concedió mediante «Operaciones de financiación a más largo plazo». A través del resto de instrumentos únicamente se financió el 0,01% de dicho saldo medio.

a. Operaciones principales de financiación

Estas operaciones desempeñan un papel crucial en la persecución de los objetivos de control de los tipos de interés, gestión de liquidez en el mercado y señalización de la orientación de política monetaria. Se ejecutan mediante operaciones temporales de inyección de liquidez, con frecuencia semanal y vencimiento a una semana, a través de subastas estándar.

El saldo de este epígrafe a 31.12.2005 era de 29.377,70 millones de euros, habiendo aumentado respecto al 31.12.2004 en 8.654,69 millones.

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 31.12.2005 era de 2.552,72 millones de euros, habiendo disminuido en relación con el año anterior en 131,73 millones de euros.

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, habiéndose producido en este ejercicio tres operaciones temporales de ajuste de inyección de liquidez en el Eurosistema, no obteniendo financiación las entidades de crédito españolas en ninguna de ellas.

d. Operaciones temporales estructurales

El Eurosistema puede realizar operaciones temporales de mercado abierto, a través de subastas estándar, con el fin de modificar su posición estructural de liquidez frente al sector financiero.

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 2005 no presentaba saldo, igual que en el ejercicio anterior, habiéndose producido en este ejercicio un número muy reducido de estas operaciones.

f. Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía

De acuerdo con las normas del Eurosistema para la gestión de la política monetaria, todas las operaciones mediante las que se otorga liquidez al sistema bancario deben estar garantizadas con activos de reconocida solvencia aceptados por el sistema para servir de colateral. Si, después de la valoración diaria, el valor de mercado de los activos recibidos para garantizar la devolución de los préstamos disminuye por debajo del umbral mínimo o de reposición establecido para cada valor, la entidad de contrapartida afectada deberá reponer activos adicionales o efectivo (véase la nota número 17), y, si el valor de mercado de los activos de garantía, tras su revaluación, supera el importe de la financiación obtenida del banco central nacional más el margen de variación de la garantía, la entidad de contrapartida podrá retirar activos de garantía por un importe equivalente a dicho exceso (o recibir un abono en efectivo en su cuenta por el importe de esta diferencia).

En aquellos bancos centrales nacionales que realizan el ajuste de los márgenes de garantía mediante cargos y abonos en las cuentas de las entidades de crédito, como es el caso del Banco de España, dichos apuntes contables son contrapartida de las cuentas de activo o pasivo que recogen la variación de dichos márgenes. Estas cuentas de balance se remuneran al tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación.

A 31.12.2005 presentaba un saldo de 0,13 millones de euros, con una disminución de 0,79 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 activos frente a las entidades de crédito que no tienen ninguna relación con la gestión de la política monetaria. Su saldo a 31.12.2005, 3,82 millones de euros, recoge el importe de las cuentas de corresponsalía mantenidas en euros con entidades de crédito de la zona del euro, habiendo disminuido en 0,66 millones respecto a 2004.

8 VALORES EMITIDOS EN EUROS POR RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Recoge el importe de las tenencias de valores de renta fija negociables, denominados en euros, emitidos por residentes en la zona del euro, según detalle:

En millones de euros				
Valores	2005	2004	Variación	
Cartera doméstica de deuda anotada del Estado	10.245,79	8.944,28	1.301,51	
De Administraciones Públicas no españolas	33.647,60	19.100,63	14.546,97	
De Instituciones financieras monetarias españolas	888,84	—	888,84	
De Instituciones financieras monetarias no españolas	1.619,14	—	1.619,14	
Total	46.401,37	28.044,91	18.356,46	

El saldo de esta rúbrica a 31.12.2005 es de 46.401,37 millones de euros, de los que el 94,6% (43.893,39 millones) corresponden a valores emitidos por Administraciones Públicas, y el

resto (2.507,98 millones) a valores de renta fija de instituciones financieras monetarias de la zona del euro. De los valores emitidos por Administraciones Públicas, 33.647,6 millones son no domésticos, y 10.245,79, deuda anotada del Estado.

El conjunto de estos valores experimentó un incremento de 18.356,46 millones de euros en 2005. En concreto, la cartera de renta fija de Administraciones Públicas no españolas aumentó en 14.546,97 millones, la deuda anotada del Estado en 1.301,51, y los valores emitidos por instituciones financieras monetarias en 2.507,98.

Las variaciones se deben a las causas que se señalan en el cuadro siguiente:

En millones de euros	
Causas de la variación	Variación
Compras netas de valores	18.777,98
Plusvalías latentes netas a fin de año	-165,01
Intereses implícitos devengados	-256,51
Total	18.356,46

Debe señalarse que todas las adquisiciones de deuda emitida por Administraciones Públicas corresponden a operaciones realizadas en el mercado secundario y nunca a suscripciones directas de emisiones.

9 CRÉDITOS EN EUROS A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
a. Estado

Este epígrafe recoge los créditos que, en virtud de lo establecido por sus respectivas leyes de creación, fueron otorgados al Estado con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 21/1993, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1994. En la disposición transitoria séptima de dicha Ley se indica, además, que tales créditos conservarán las condiciones y plazos de amortización establecidos en su momento, y, en su defecto, serán amortizados en un plazo de veinticinco años, mediante amortización lineal anual a partir del año 1999, inclusive.

El saldo vivo a 31 de diciembre del año 2005 de los créditos otorgados al Estado asciende a 6.901,69 millones de euros, según el siguiente detalle:

En millones de euros			
	2005	2004	Variación
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 3/1983	1.854,89	1.952,51	-97,63
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 4/1990	4.516,18	4.863,58	-347,40
Tesoro Público. Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales	530,62	571,44	-40,82
Total	6.901,69	7.387,53	-485,84

La variación experimentada se debe exclusivamente a las cuotas de amortización anual de los citados créditos, cuyas cuantías quedan reflejadas en el cuadro anterior.

b. Seguridad Social

El saldo a fin de ejercicio de este epígrafe, 1.077,43 millones de euros, corresponde al importe pendiente de amortizar de un crédito concedido a la Seguridad Social, contemplado en la Ley 41/1994, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1995. Este crédito recoge el principal de otro concedido anteriormente a dicha institución, vencido y no

pagado a su vencimiento, de 1.539,19 millones de euros. La amortización de este crédito, que se efectúa en veinte anualidades y comenzó en el ejercicio 2000, recibe un tratamiento equivalente al establecido para la amortización de los créditos singulares otorgados al Estado, a los que se ha hecho referencia anteriormente.

La reducción experimentada en 2005 en este epígrafe (76,96 millones de euros) corresponde al pago de la sexta cuota de amortización del crédito citado.

10 CUENTAS INTRA-EUROSISTEMA

Esta rúbrica recoge los importes correspondientes a los epígrafes que figuran a continuación:

En millones de euros				
Tipo de activo	2005	2004	Variación	
Participación en el capital del BCE	432,70	432,70	—	
Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE	4.326,98	4.326,98	—	
Activos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema	—	—	—	
Otros activos intra-Eurosistema (neto)	12.666,11	27.526,68	-14.860,58	
Total	17.425,78	32.286,36	-14.860,58	

a. Participación en el capital del BCE

El capital del BCE suscrito y desembolsado por el Banco de España asciende a 432,70 millones de euros, equivalentes al 7,7758% de aquel. Dicho porcentaje, sin variación en el ejercicio, 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.

b. Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE

Representan los activos del Banco de España contrapartida de la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE. Estos activos están denominados en euros y tienen un valor fijo desde el momento de su transferencia. Se remuneran al tipo de interés marginal de las 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 4.326,98 millones de euros, igual que a fin del ejercicio anterior.

c. Activos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema

Al ser acreedor el saldo neto de las cuentas que forman este epígrafe, esta información se presenta en el pasivo del balance, de acuerdo con las normas del Eurosistema.

d. Otros activos intra-Eurosistema (neto)

Su saldo a 31.12.2005, 12.666,11 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, el saldo al cierre del ejercicio de las transferencias realizadas a través de TARGET ascendía a 12.725,93 millones, mientras que las cuentas de correspondencia presentaban saldo cero. Hay que señalar que, desde el 30 de noviembre de 2000, los saldos resultantes de las transferencias realizadas a través de TARGET frente a los bancos del Eurosistema, así como frente al resto de bancos de la Unión Europea, son cancelados y sustituidos por un único saldo frente al BCE. La remuneración de la posición deudora frente al BCE se calcula en base diaria y aplicando el tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación del SEBC.

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 9,18 millones de euros a fin de ejercicio.

Finalmente, 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 presenta un saldo acreedor de 69,01 millones de euros, debido a que el Consejo de Gobierno del BCE decidió retener los ingresos relacionados con el señoreaje de sus billetes correspondiente al ejercicio de 2005, con objeto de dotar una provisión para la cobertura de los riesgos de tipo de cambio e interés, y, en consecuencia, los bancos centrales nacionales debían devolverle las cantidades recibidas a cuenta por este concepto en los tres primeros trimestres del año. En el caso del Banco de España, dicho importe es la cifra ya señalada anteriormente de 69,01 millones de euros. La devolución de este importe tuvo lugar el 3 de enero de 2006.

11 INMOVILIZADO MATERIAL
E INMATERIAL

El saldo de este epígrafe ascendía, al cierre del ejercicio, a 203,97 millones de euros, de los que 440,89 millones correspondían a su coste y 236,92 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

	2005	2004	Variación		
			Total	Altas	Bajas
Inmuebles e instalaciones	199,97	211,74	-11,77	9,47	21,24
Mobiliario y equipamiento	126,50	122,47	4,03	12,73	8,70
Inmovilizado en curso	36,70	19,83	16,87	27,52	10,64
Otro inmovilizado	77,71	69,99	7,72	8,33	0,61
Total	440,89	424,03	16,86	58,05	41,19

En millones de euros

Amortización acumulada	2005	2004	Variación
Inmuebles e instalaciones	111,82	116,21	-4,40
Mobiliario y equipamiento	92,18	85,12	7,06
Inmovilizado en curso	—	—	—
Otro inmovilizado	32,93	27,40	5,52
Total	236,92	228,73	8,18

El incremento del inmovilizado durante el año 2005 se ha debido fundamentalmente a la renovación del mobiliario y a la construcción del ala oeste de la sede central del Banco de España,

en Madrid. Las bajas se relacionan, esencialmente, con la venta de los edificios de las diez sucursales cerradas el 31 de diciembre de 2004, en el contexto de la reestructuración de su red de sucursales.

12 OTROS ACTIVOS
FINANCIEROS

El saldo actual de este epígrafe a fin de ejercicio, 69,18 millones, recoge fundamentalmente la participación del Banco de España en la sociedad Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA, y en el Banco Internacional de Pagos.

En conjunto, el saldo de esta rúbrica ha aumentado en 17,24 millones debido al efecto neto de las siguientes causas: a) por la suscripción de acciones del Banco Internacional de Pagos por el Banco de España, dentro de un proceso de oferta de acciones por parte del BIS a determinados bancos centrales (24,75 millones), y b) por la reducción del valor teórico de las acciones de la sociedad Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA (-7,58 millones), derivado fundamentalmente del reparto de dividendos con cargo a reservas.

13 DIFERENCIAS POR
VALORACIÓN DE PARTIDAS
DE FUERA DE BALANCE

Recoge el importe de la posición neta deudora por operaciones a plazo y *swap* con divisas valorada a los tipos de cambio vigentes a fin de ejercicio. Su saldo a 31.12.2005 es cero, debido a que la posición neta a dicha fecha es acreedora. Cuando dicha posición es acreedora, se registra bajo el mismo título en el epígrafe «12.1» del pasivo (véase nota 25).

14 CUENTAS DE
PERIODIFICACIÓN DEL ACTIVO
Y GASTOS ANTICIPADOS

Los componentes principales de este epígrafe, cuyo saldo asciende a 951,47 millones de euros, son los que se recogen en el cuadro siguiente:

En millones de euros			
Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	2005	2004	Variación
Intereses a cobrar no vencidos procedentes de valores	771,49	489,55	281,94
<i>En moneda extranjera emitidos por no residentes en la zona del euro</i>	28,91	38,60	-9,69
<i>En euros emitidos por no residentes en la zona del euro</i>	27,34	22,46	4,88
<i>En euros emitidos por residentes en la zona del euro</i>	715,24	428,49	286,75
Otros intereses a cobrar no vencidos	168,94	175,61	-6,67
<i>De operaciones a plazo con divisas</i>	—	-1,88	1,88
<i>De operaciones swaps</i>	-9,98	—	-9,98
<i>Depósitos y otros activos en moneda extranjera</i>	64,92	50,26	14,66
<i>Del activo de contrapartida de las reservas transferidas al Banco Central Europeo</i>	77,24	75,72	1,52
<i>De otras cuentas intra-Eurosistema, por operaciones TARGET</i>	25,01	44,47	-19,46
<i>Otros</i>	11,74	7,04	4,70
Comisiones a cobrar no vencidas y gastos anticipados	11,05	11,12	-0,07
Dividendos devengados y no cobrados	—	1,85	-1,85
Total	951,47	678,13	273,34

Como se observa en el cuadro anterior, la partida más significativa corresponde a intereses a cobrar no vencidos de valores en euros emitidos por residentes en la zona del euro (715,24 millones de euros), de los que la mayor parte (543,41 millones) corresponde a valores emitidos por Administraciones Públicas no españolas de la zona del euro.

15 OTROS ACTIVOS.—DIVERSOS

Su componente más significativo corresponde al ingreso efectuado al Tesoro Público, el 2 de noviembre de 2005, de 734,11 millones de euros, equivalente al 70% de los beneficios distribuibiles acumulados por el Banco hasta el 30 de septiembre de 2005.

Las otras partidas más relevantes corresponden a los cupones devengados existentes en la fecha de adquisición de valores de renta fija, por importe de 126,72 millones, y a los préstamos para vivienda concedidos a los empleados del Banco, cuyo saldo asciende a 124,12 millones.

16 BILLETES EN CIRCULACIÓN

El saldo de billetes en circulación (56.558,34 millones de euros) representa la participación del Banco de España en el total de billetes euro en circulación (véase «Billetes en circulación» en las notas sobre normativa contable), de acuerdo con la clave de asignación de billetes euro en el Eurosistema, el 10,0065% del total de los emitidos por todos los bancos centrales, una vez deducidos los que corresponden al BCE, el 8% del total. Dicho saldo ha experimentado un incremento de 6.400,06 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 16.531,07 millones de euros al cierre del ejercicio de 2005, experimentando un aumento respecto al ejercicio anterior de 3.440,17 millones. Este aumento ha tenido lugar en el epígrafe de cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas) que recoge el total de las cuentas corrientes y de tesorería abiertas por las entidades de crédito en el Banco de España, en las que estas mantienen las reservas mínimas a las que están obligados en relación con la instrumentación de la política monetaria. El saldo medio de estas cuentas se incrementó también durante el ejercicio, pasando de 13.322,18 millones en 2004 a 15.064,76 millones en 2005.

El resto de los epígrafes incluidos en esta rúbrica recogen los depósitos constituidos por las entidades de crédito, en el Banco de España, bajo las modalidades de facilidad de depósito, depósitos a plazo, operaciones temporales de ajuste y depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía. A 31.12.2005, no había depósitos constituidos de ninguna de estas modalidades. No obstante, hay que señalar que a lo largo del año 2005 las entidades de crédito españolas participaron en cuatro operaciones de drenaje de liquidez mediante la constitución de depósitos a plazo fijo.

18 DEPÓSITOS EN EUROS DE OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Se recogen en este epígrafe los depósitos que mantienen en el Banco de España las Administraciones Públicas. Su saldo vivo al cierre del ejercicio era de 13.277,69 millones de euros, con el siguiente detalle:

En millones de euros			
	2005	2004	Variación
Administración Central (Estado)	3.756,92	3.478,35	278,57
<i>Tesoro Público.—Cuenta corriente</i>	300,20	299,93	
<i>Otras administraciones de la Administración Central del Estado y similares</i>	3.456,72	3.178,43	
Administraciones Territoriales	133,76	87,76	46,00
<i>Comunidades Autónomas, organismos administrativos y similares</i>	128,19	83,59	
<i>Administración Local</i>	5,57	4,17	
Administraciones de Seguridad Social	9.387,01	10.406,78	-1.019,77
<i>Del Sistema de Seguridad Social</i>	8.821,78	8.832,75	
<i>Otras</i>	565,24	1.574,03	
Total	13.277,69	13.972,89	-695,20

La reducción de este epígrafe (695,20 millones de euros) se debió, fundamentalmente, a la disminución en los saldos mantenidos en el Banco de España por Administraciones de Seguridad Social que no forman parte del Sistema de Seguridad Social.

<p>19 DEPÓSITOS EN EUROS DE OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—OTROS PASIVOS</p>	<p>Recoge las cuentas corrientes de otras instituciones financieras que no son entidades de crédito, tales como los Fondos de Garantía de Depósitos, otros intermediarios financieros relacionados con la liquidación de los mercados de valores, otros intermediarios en el mercado de deuda anotada, etc., así como las cuentas corrientes de Organismos Autónomos no administrativos del Estado, las cuentas corrientes de empleados y pensionistas y otras cuentas de personas jurídicas clasificadas dentro de «Otros sectores residentes no financieros». Su saldo al cierre del ejercicio de 2005 era de 2.350,20 millones de euros, y su incremento de 414,94 millones de euros respecto al cierre de 2004 se debió fundamentalmente al aumento de los saldos de las cuentas corrientes de «Organismos Públicos del Estado.—Organismos Autónomos.—Otros sectores residentes» (370,52 millones).</p>
<p>20 PASIVOS EN EUROS CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO</p>	<p>Recoge fundamentalmente los saldos de las cuentas en euros mantenidos por los organismos internacionales y los bancos centrales no pertenecientes a la Unión Monetaria. Su saldo, 28,08 millones de euros, experimentó una disminución respecto del ejercicio anterior de 2,28 millones.</p>
<p>21 PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—DEPÓSITOS Y OTROS PASIVOS</p>	<p>Casi todos estos pasivos, cuyo saldo ascendía a 126,29 millones de euros al cierre del ejercicio, corresponden a operaciones de venta de valores con pacto de recompra (125,79 millones), cuyo saldo a 31.12.2004 era 14,95 millones. El importe del total de este epígrafe ha aumentado en 110,57 millones de euros, debido al aumento de dichas operaciones y a la variación del tipo de cambio.</p>
<p>22 CONTRAPARTIDA DE LOS DERECHOS ESPECIALES DE GIRO ASIGNADOS POR EL FMI</p>	<p>Con un importe de 361,52 millones de euros, recoge la equivalencia de los DEG asignados a España en proporción a su cuota como miembro del Fondo Monetario Internacional. El importe total de esta rúbrica ha experimentado un aumento de 21,01 millones de euros respecto del año anterior, debido fundamentalmente a la variación en el tipo de cambio.</p>
<p>23 CUENTAS INTRA-EUROSISTEMA</p> <p>a. Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema</p>	<p>Este epígrafe, cuyo saldo a fin de ejercicio asciende a 23.667,70 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 las notas sobre normativa contable).</p>
<p>b. Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)</p>	<p>Dado que a fin de ejercicio su saldo neto es de naturaleza deudora, su explicación figura en la nota 10.d anterior.</p>
<p>24 PARTIDAS EN CURSO DE LIQUIDACIÓN</p>	<p>De los 240,86 millones de euros que refleja el saldo de esta rúbrica, 139,28 corresponden a transferencias ordenadas por entidades de crédito pendientes de abono al cierre del ejercicio, y 99,60 corresponden a transferencias recibidas el día 30 de diciembre de 2005 del Sistema Nacional de Compensación Electrónica que han sido liquidadas y están pendientes de abono. El aumento de esta rúbrica respecto al ejercicio anterior (195,99 millones de euros) se explica fundamentalmente por las citadas transferencias ordenadas y pendientes de abono a fin de ejercicio (134,66 millones).</p>
<p>25 DIFERENCIAS POR VALORACIÓN DE PARTIDAS DE FUERA DE BALANCE</p>	<p>Recoge el importe de la posición neta acreedora por operaciones a plazo y <i>swap</i> con divisas valorada a los tipos de cambio vigentes a fin de ejercicio. Cuando dicha posición es deudora se registra bajo el mismo título en el epígrafe «11.3» del activo. Su saldo al final del presente ejercicio, 12,31 millones de euros, es el valor neto de las operaciones a plazo vivas en ese momento.</p>
<p>26 CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL PASIVO E INGRESOS ANTICIPADOS</p>	<p>La partida más significativa de este epígrafe, cuyo importe total asciende a 123,31 millones de euros, es la de intereses a pagar no vencidos (116,22 millones de euros). El aumento experimentado en este epígrafe (33,81 millones) es consecuencia, fundamentalmente, de los mayo-</p>

res intereses devengados por las cuentas intra-Eurosistema relacionadas con el ajuste de billetes en circulación.

27 OTROS PASIVOS.—DIVERSOS

La partida más relevante de este epígrafe, cuyo saldo a 31.12.2005 es de 321,65 millones, es la correspondiente a «Mutualidad de empleados del Banco de España.—Aportaciones a pagar» (265,16 millones). La reducción de este epígrafe en 1.128,50 millones frente al ejercicio anterior deriva fundamentalmente del acuerdo de la Comisión Ejecutiva, de fecha 3 de febrero de 2006, de abonar a la cuenta de resultados el importe total de los billetes de peseta retirados de la circulación con motivo de la introducción del euro y que estaban pendientes de canje (1.032,97 millones).

28 PROVISIONES

Excepto las provisiones riesgo-país, que se presentan en balance minorando el valor de los activos correspondientes, el resto se registra en el presente grupo, con el detalle siguiente:

En millones de euros			
	2005	2004	Variación
Para la cobertura de riesgos por tipo de cambio y tipo de interés	2.423,30	2.422,14	1,16
Para el canje de billetes de peseta retirados	125,70	3,53	122,17
Para la cobertura de pérdidas del BCE – Aportaciones procedentes de ingresos monetarios	—	147,92	-147,92
Para pagos a prejubilados y jubilados	84,96	107,06	-22,10
Para riesgos y gastos diversos	72,69	113,37	-40,68
Para otros motivos	—	0,24	-0,24
Total	2.706,65	2.794,26	-87,61

La cuenta de provisiones más relevante es la relativa a la «Provisión para riesgos por tipo de cambio y tipo de interés», creada por acuerdo de la Comisión Ejecutiva de 26 de enero de 1999, con objeto de cubrir el riesgo por tipo de cambio de las reservas exteriores del Banco de España. Adicionalmente, la Comisión Ejecutiva, en su sesión de 14 de abril de 2004, acordó ampliar su finalidad a la cobertura de los riesgos por tipo de interés. El saldo de esta provisión a 31.12.2005 asciende a 2.423,30 millones de euros, como resultado, por un lado, de la aplicación de provisiones a su finalidad por importe de 189,63 millones de euros, y, por otro, de la dotación de provisiones por 190,79 millones para alcanzar el nivel de cobertura de riesgos que se estima adecuado, de conformidad con el acuerdo de la Comisión Ejecutiva de fecha 3 de febrero de 2006.

La Comisión Ejecutiva también acordó en dicha sesión aumentar en 122,50 millones, con cargo a resultados, la provisión para canje de billetes retirados para atender los canjes estimados que puedan producirse en el futuro, de los billetes de peseta retirados de la circulación con motivo de la introducción del euro.

Por otra parte, y de acuerdo con el artículo 33.2 de los Estatutos del SEBC, el Consejo de Gobierno del BCE puede decidir compensar las pérdidas incurridas por el BCE con su fondo de reserva general y, si es necesario, con los ingresos monetarios del ejercicio, en proporción y hasta las cantidades asignadas a los bancos centrales nacionales. En su reunión de 13 de enero de 2005, dicho Consejo de Gobierno decidió retener, en principio, 1.360 millones de euros de los ingresos monetarios puestos en común para compensar las pérdidas del BCE en 2004. En consecuencia, el Banco de España estableció una provisión de 147,92 millones de euros para compensar las pérdidas del BCE, equivalente a su cuota de participación en el Eurosistema (10,87664%). De acuerdo con los procedimientos establecidos en el Eurosiste-

ma, la aplicación de la citada provisión tuvo lugar el 31 de enero de 2005, dentro del proceso de liquidación de los ingresos monetarios correspondientes a 2004. Por su parte, en 2005 no ha habido que dotar esta provisión.

Por último, la disminución experimentada por las provisiones para riesgos y gastos diversos (40,68 millones) se ha debido, fundamentalmente (48,25 millones), a la aplicación de la provisión dotada como consecuencia de las obligaciones asumidas en el Convenio Colectivo para los años 2002/2005.

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	2005	2004	Variación	
Oro	5.017,56	3.830,38	1.187,19	
Divisas	552,03	—	552,03	
Valores	180,83	409,90	-229,07	
<i>En moneda extranjera emitidos por no residentes en la zona del euro</i>	<i>9,65</i>	<i>32,34</i>	<i>-22,69</i>	
<i>En euros emitidos por no residentes en la zona del euro</i>	<i>3,14</i>	<i>7,31</i>	<i>-4,17</i>	
<i>En euros emitidos por residentes en la zona del euro</i>	<i>168,05</i>	<i>370,25</i>	<i>-202,21</i>	
Otros	35,90	43,44	-7,55	
Total	5.786,33	4.283,72	1.502,61	

Como puede verse en el cuadro anterior, las cuentas de revalorización han aumentado en el ejercicio en 1.502,61 millones. La variación más importante tuvo lugar en el oro, cuyas plusvalías no realizadas se incrementaron en 1.187,19 millones de euros, debido al aumento de su precio de mercado en euros en 2005. La cuenta de revalorización por variación en el tipo de cambio de las divisas ha aumentado en 552,03 millones debido a la evolución del tipo de cambio del dólar USA y DEG. En las cuentas de revalorización por precio de los valores, la variación relativa a los denominados en divisas disminuyó en 22,69 millones, en parte por efecto de las ventas y en parte por el aumento de los tipos de interés de los activos denominados en dólares USA, y las de los valores denominados en euros registraron una disminución de 206,38 millones (de los que 131,98 millones corresponden a la cartera de deuda anotada del Estado), fruto de una disminución del precio de los valores debido a la evolución de los tipos de interés.

30 CAPITAL

El capital del Banco de España, constituido de acuerdo con lo previsto en el Decreto-Ley 18/1962, de 7 de junio, asciende a 1,37 millones de euros, sin variación en el ejercicio.

31 RESERVAS

Se incluyen en este epígrafe, sin variación en el ejercicio, el importe del capital, reservas y resultados derivados de la integración, en 1973, del extinto Instituto Español de Moneda Extranjera en el Banco de España.

32 BENEFICIO DEL EJERCICIO

El beneficio neto del ejercicio 2005, una vez deducida la dotación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales (2,54 millones de euros), ha ascendido a 2.760,72, superior en un 241,3% al de 2004. Del citado importe, 734,11 millones fueron ingresados al Tesoro el 2 de noviembre de 2005, de conformidad con lo dispuesto en el Real Decreto 1198/2005, de 10 de octubre, y en el acuerdo del Consejo de Ministros de 29 de julio de 2005 (véase nota 15 a la cuenta de resultados).

Por su parte, el día 12.8.2005, una vez aprobado por el Consejo de Ministros el balance y cuenta de resultados del año 2004, se ingresaron en el Tesoro 1,06 millones de euros, como importe restante de los beneficios de dicho ejercicio.

El detalle de los diferentes componentes que integran los beneficios de 2005 figura en el apartado 3.3 siguiente, relativo a la cuenta de resultados.

**Notas explicativas a
la cuenta de resultados**

1 INGRESOS POR INTERESES

Este epígrafe incluye los ingresos por intereses devengados por los principales activos del Banco de España. Su composición, en ambos ejercicios, ha sido la siguiente:

En millones de euros			
	2005	2004	Variaciones
Moneda extranjera	359,73	245,44	114,29
Valores	178,00	171,18	6,82
Otros activos	181,73	74,26	107,47
Euros	2.089,97	1.798,79	291,18
Valores	1.061,63	758,41	303,22
Operaciones de política monetaria	604,34	522,03	82,30
Cuentas intra-Eurosistema	422,51	515,70	-93,19
Otros activos	1,49	2,65	-1,16
Total	2.449,71	2.044,24	405,47

De los intereses de las inversiones en moneda extranjera, 359,73 millones de euros, 178,00 millones (49,48%) proceden de inversiones en valores de renta fija en dólares USA, en las que se ha mantenido un saldo medio de 5.711,87 millones de dólares en 2005, frente a 7.961,49 millones de dólares en 2004, con una rentabilidad media del 3,8%, frente al 2,6% del año 2004. Por otra parte, dentro de «Otros activos» en moneda extranjera, 100,60 millones de euros corresponden a depósitos a plazo, la práctica totalidad en dólares, y el resto, a otras inversiones en dólares (*repos*, etc.) y en DEG.

En relación con los intereses de las inversiones en euros (2.089,97 millones), cabe señalar que provienen de los siguientes activos:

En millones de euros y porcentaje					
	Ingresos por intereses			Inversión media 2005	Rentabilidad media 2005
	2005	2004	Variación		
Créditos a entidades por operaciones de política monetaria	604,34	522,03	82,30	28.592,20	2,1
Saldo neto frente al BCE por operaciones TARGET	345,27	439,98	-94,71	16.467,52	2,1
Activos contrapartida de las reservas transferidas al BCE	77,24	75,72	1,52	4.326,98	1,8
Carteras de valores	1.061,63	758,41	303,22	40.687,83	2,6
Otros	1,49	2,65	-1,16	—	—
Total	2.089,97	1.798,79	291,18	90.074,53	2,3

El incremento de los ingresos por intereses denominados en euros (291,18 millones) se ha debido a la mayor inversión media realizada (78.870,05 millones en 2004) y a un ligero incremento de la rentabilidad media (2,2% en 2004).

2 GASTOS POR INTERESES

Incluye los gastos por intereses devengados por los pasivos que se citan a continuación y con el detalle siguiente:

En millones de euros y porcentaje

	Gastos por intereses			Financiación media 2005	Coste medio 2005
	2005	2004	Variación		
Remuneración de las reservas mínimas	-314,86	-271,88	-42,98	15.064,76	2,1
Depósitos de Administraciones Públicas	-208,66	-227,50	18,83	10.238,54	2,0
Cuentas intra-Eurosistema.— Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes	-270,97	-181,41	-89,56	12.897,66	2,1
Pasivos en moneda extranjera	-10,97	-6,81	-4,16	384,47	2,8
Otros pasivos	-59,93	-2,37	-57,56	—	—
Total	-865,40	-689,97	-175,43	38.585,42	2,1

El incremento del gasto frente al ejercicio anterior (175,43 millones de euros) se ha debido al mayor saldo medio a remunerar (en 2004 ascendió a 33.955,36 millones) y al aumento del coste medio (2,0% en 2004), así como al incremento del gasto generado en «Otros pasivos», fundamentalmente en operaciones *swap* y a plazo en divisas (2,26 millones de euros en 2004, frente a 59,69 millones en 2005).

3 GANANCIAS/PÉRDIDAS REALIZADAS PROCEDENTES DE OPERACIONES FINANCIERAS

Recoge los resultados producidos en la compraventa de activos financieros. En el ejercicio 2005, las ganancias por ese concepto han ascendido a 817,24 millones de euros, procedentes de las siguientes fuentes:

En millones de euros

	2005	2004	Variación
Moneda extranjera	713,39	88,79	624,59
<i>Venta de oro</i>	<i>585,00</i>	<i>0,11</i>	<i>584,88</i>
<i>Venta de divisas (por tipo de cambio)</i>	<i>164,21</i>	<i>99,08</i>	<i>65,13</i>
<i>Venta de valores (por precio)</i>	<i>-33,84</i>	<i>-10,44</i>	<i>-23,40</i>
<i>Otras ganancias / pérdidas</i>	<i>-1,98</i>	<i>0,05</i>	<i>-2,02</i>
Euros	103,85	135,18	-31,33
<i>Venta de valores (por precio)</i>	<i>103,85</i>	<i>135,18</i>	<i>-31,33</i>
Total	817,24	223,97	593,26

- Los beneficios obtenidos por venta de oro han sido de 585,00 millones de euros en 2005, frente a su práctica inexistencia en 2004.
- Las ganancias netas por diferencias de tipo de cambio en la venta de divisas se elevan a 164,21 millones de euros, correspondiendo en su mayor parte a ventas de dólares USA (139,23 millones de euros) y de DEG (26,64 millones de euros), compensadas ligeramente por las pérdidas obtenidas en la venta de otras divisas (1,66 millones de euros).
- Las pérdidas netas por precio, derivadas de la venta de valores extranjeros, han ascendido a 33,84 millones de euros, correspondiendo en su totalidad a la venta de valores denominados en dólares USA.

- De los beneficios procedentes de operaciones financieras denominadas en euros (103,85 millones), 79,24 millones corresponden a ventas de valores de la cartera doméstica de deuda pública, y el resto a valores emitidos por otros residentes en la zona del euro no españoles (21,15 millones) y por no residentes en la zona del euro (3,46 millones).

Con respecto al ejercicio anterior, el total de las ganancias netas realizadas procedentes de operaciones financieras ha experimentado un incremento de 593,26 millones, debido fundamentalmente a los mayores beneficios obtenidos por la venta de oro (584,88 millones de euros) y por las ganancias realizadas por tipo de cambio (65,13 millones de euros), compensado parcialmente por la disminución de los beneficios obtenidos en venta de valores de renta fija (54,73 millones).

- El aumento del beneficio neto en venta de divisas por tipo de cambio respecto al año anterior (65,13 millones de euros) se ha registrado sobre todo en venta de dólares USA (272,36 millones de euros) y, en menor medida, en DEG, como consecuencia de la evolución del tipo de cambio del dólar USA frente al euro, compensado por la ausencia de ajuste por operaciones a plazo en 2005 (226,98 millones de euros en 2004).
- La disminución de ganancias en venta de valores (-54,73) fue resultado de las mayores pérdidas incurridas en venta de valores en moneda extranjera en 2005 (33,84 millones de euros, frente a 10,44 en 2004) y de los menores beneficios obtenidos en ventas de valores en euros (103,85 millones en 2005, frente a 135,18 millones en 2004). La variación del resultado en moneda extranjera se debió al efecto conjunto de la evolución del precio de mercado de los valores y del incremento del volumen de ventas (pasaron de 11.820,32 millones de dólares en 2004 a 21.439,26 millones en 2005). Por su parte, la disminución en los beneficios obtenidos en venta de valores en euros respecto al año anterior estuvo relacionada, fundamentalmente, con la elevación de los tipos de interés y la consiguiente reducción de su precio, compensado parcialmente por el mayor volumen conjunto de ventas y amortizaciones.

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			
	2005	2004	Variación
Moneda extranjera	-22,40	-505,32	482,92
<i>En oro</i>	—	—	—
<i>En divisas</i>	-0,02	-488,75	488,74
<i>En valores</i>	-22,32	-16,29	-6,03
<i>Otras</i>	-0,06	-0,27	0,21
Euros	-167,23	-2,68	-164,55
<i>En valores</i>	-167,23	-2,68	-164,55
Total	-189,63	-507,99	318,36

Las minusvalías no realizadas registradas en el ejercicio 2005 han ascendido a 189,63 millones de euros, de los cuales 22,32 corresponden a minusvalías por precio registradas en la cartera de valores denominados en dólares USA y 167,23 a minusvalías en la cartera de valores en euros, principalmente a los emitidos por residentes en la zona del euro esencialmente no españoles (152,44 millones) y, en menor medida, a los de la cartera doméstica de deuda anotada del Estado (11,60 millones).

5 DOTACIONES Y EXCESOS DE PROVISIÓN POR RIESGOS DE TIPO DE CAMBIO Y PRECIO

En el presente ejercicio se han aplicado a su finalidad provisiones para la cobertura de riesgos por tipo de cambio y precio por un importe de 189,63 millones de euros, para cubrir las minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras descritas en el apartado anterior. Al mismo tiempo, se ha dotado esta provisión por un importe de 190,79 millones de euros, con el objeto de establecer el nivel de cobertura que se considera adecuado a los riesgos a cubrir.

6 INGRESOS NETOS POR HONORARIOS/COMISIONES

Recoge, fundamentalmente, ingresos y gastos derivados de comisiones por servicios bancarios y similares (transferencias, gestión de cheques, custodia y administración de valores, servicio de liquidación en operaciones con valores, etc.). Su detalle es el siguiente:

En millones de euros							
	Ingresos			Variación	Gastos		Variación
	2005	2004			2005	2004	
Operaciones exteriores	0,34	0,16	0,18	-2,42	-2,49	0,07	
Operaciones interiores	11,57	10,34	1,23	-1,77	-1,38	-0,39	
Total	11,91	10,50	1,41	-4,19	-3,87	-0,32	

Los mayores ingresos netos por honorarios registrados en 2005 (16,34%) se han debido, sobre todo, a las comisiones cobradas por operaciones con valores.

7 DIVIDENDOS Y OTROS INGRESOS DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES

Del total del importe registrado (18,83 millones de euros), 16,55 millones proceden de la participación en Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistema Financieros, SA, y 2,28 millones de la participación en organismos internacionales. Por otro lado, en 2005 el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido retener los ingresos correspondientes al señoreaje de sus billetes con objeto de crear una provisión para la cobertura de riesgos por tipo de cambio y precio, por lo que, al igual que en 2004, el Banco de España no ha percibido dividendos del BCE por este concepto. En 2005, el Banco de España tampoco ha percibido dividendo ordinario del BCE.

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; 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 2005, que ascienden a 1.056,87 millones de euros, y los asignados, que ascienden a 1.066,05 millones de euros, es el resultado neto del proceso de cálculo de los ingresos monetarios. A este importe hay que añadir 2,18 millones de euros que el BCE devolvió en marzo de 2005, por el exceso de ingresos monetarios retenidos en 2004 para atender a la cobertura de sus pérdidas en ese ejercicio.

En comparación con 2004, estos resultados han aumentado en 156,39 millones, como consecuencia fundamentalmente de la contabilización en 2004 de la contribución del Banco de España a la cobertura de pérdidas del BCE (147,92 millones).

9 OTROS INGRESOS Y QUEBRANTOS

Recoge los ingresos y quebrantos que no tienen cabida en otros epígrafes, así como otros de carácter excepcional y diverso. Su detalle es el siguiente:

En millones de euros			
	2005	2004	Variación
Resultados extraordinarios	1.057,91	75,23	982,68
Otros	-31,52	-29,47	-2,05
Total	1.026,39	45,75	980,63

El incremento frente al ejercicio anterior registrado en este epígrafe (980,63 millones de euros) se ha debido fundamentalmente al abono a resultados de 1.032,97 millones de euros correspondientes a los billetes de peseta retirados de la circulación con ocasión de la introducción del euro y que no se habían presentado al canje a 31.12.2005, según acuerdo de la Comisión Ejecutiva de 3 de febrero de 2006, y, en menor medida, a los beneficios procedentes de la venta de edificios de las sucursales cerradas en 2004 (24,79 millones), cantidad esta muy similar a la registrada en 2004 por las que se cerraron un año antes (22,46 millones). Este incremento se ha visto compensado, en parte, por el hecho de que, en 2004, se cobró la última cuota del préstamo mediante el que se recuperaban los intereses devengados en ejercicios anteriores no abonados en su día por la Seguridad Social (50,19 millones) y por la plusvalía obtenida en 2004 por la disminución de la participación relativa del Banco de España en el patrimonio del BCE (4,60 millones de euros).

10 GASTOS DE PERSONAL

El descenso de gastos de personal, 19,23 millones de euros, se debe, fundamentalmente, al mayor coste contabilizado en 2004 como consecuencia de la firma en ese año del convenio colectivo para los ejercicios 2002 a 2005.

11 GASTOS EN BIENES Y SERVICIOS⁸

Recoge los gastos ocasionados por la adquisición de bienes corrientes, así como de servicios diversos recibidos durante el ejercicio. Los más relevantes son los gastos de oficina —incluidos los gastos informáticos—, que ascendieron a 56,84 millones de euros, y los gastos en inmuebles (18,90 millones de euros).

⁸. Dado que en el modelo armonizado de la cuenta de pérdidas y ganancias para el SEBC no se ha previsto explicitar los «tributos», estos se incluyen en el presente apartado.

Su detalle es el siguiente:

En millones de euros			
	2005	2004	Variación
Gastos de oficina	-56,84	-46,04	-10,80
Gastos de inmuebles	-18,90	-18,25	-0,66
Transportes y comunicaciones	-7,04	-6,32	-0,73
Vigilancia y seguridad	-6,13	-5,98	-0,15
Gastos de formación y becas	-3,24	-2,86	-0,38
Gastos diversos de funcionamiento	-9,90	-8,49	-1,41
Tributos	-0,93	-0,88	-0,05
Total	-102,98	-88,79	-14,18

Dentro de «Gastos diversos de funcionamiento» se incluyen 126.932,45 euros (IVA incluido) correspondientes a los honorarios de los auditores externos, PricewaterhouseCoopers, SL, por la realización, en 2005, de las auditorías sobre cuentas anuales del Banco, así como sobre la gestión, por parte del Banco de España, de las reservas del Banco Central Europeo. Asimismo, se han satisfecho a otras empresas del grupo otros 805.490,96 euros por la adquisición de productos y servicios informáticos.

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			
	2005	2004	Variación
Amortizaciones de inmuebles	-7,91	-8,26	0,35
Amortización de elementos de transporte	-1,09	-0,64	-0,44
Amortización de muebles y equipo de oficina	-13,74	-13,23	-0,51
Amortización de aplicaciones informáticas	-4,42	-3,51	-0,91
Total	-27,15	-25,65	-1,50

13 COSTES DE PRODUCCIÓN DE BILLETES

Su importe (52,36 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. Su incremento respecto al ejercicio anterior (21,10 millones de euros) se ha debido al mayor volumen de los adquiridos por el Banco en este ejercicio.

14 DOTACIONES Y APLICACIONES A OTROS FONDOS Y PROVISIONES

Las dotaciones en 2005 han ascendido a 133,88 millones de euros, frente a 17,82 millones en 2004. Esta variación (116,06 millones) se explica, fundamentalmente, por la dotación en 2005 de una provisión por importe de 122,50 millones de euros para atender el canje de los billetes de peseta que puedan presentarse en el futuro, y por la menor provisión dotada en 2005 en relación con los socorros por fallecimiento y jubilación establecidos en el artículo 190.

El Banco de España, al prestar servicios financieros, no es una empresa con alto riesgo medioambiental. Durante el ejercicio no se ha considerado necesario registrar ninguna dotación para riesgos y cargas de carácter medioambiental.

Con el detalle y por las causas señaladas en las notas anteriores, el beneficio del ejercicio 2005 ha ascendido a 2.760,72 millones de euros, un 241,3% superior al del ejercicio precedente. A los efectos de determinar el beneficio distribuible, hay que aplicar el acuerdo del Consejo de Ministros de 29 de julio de 2005, por el que se autoriza al Banco de España a excluir del régimen de ingreso en el Tesoro Público de los beneficios del Banco de España los siguientes rendimientos del ejercicio 2005: a) la totalidad de los registrados por la amortización de billetes de peseta que se presume no vayan a ser objeto de canje, y b) los procedentes de las ganancias netas provenientes de la venta de oro hasta alcanzar conjuntamente con los de la anterior letra a) la cantidad de 1.495.462.597,67 euros.

Teniendo en cuenta dicho acuerdo y en aplicación del Real Decreto 1198/2005, de 10 de octubre, se detallan a continuación las entregas al Tesoro Público de los beneficios distribuibales del Banco de España correspondientes a los resultados de 2005:

En millones de euros

1 Beneficios totales del ejercicio 2005:	2.760,72
<i>Beneficios excluidos de la distribución</i>	<i>1.495,46</i>
<i>Total beneficios distribuibles</i>	<i>1.265,26</i>
2 Ingresos efectuados al Tesoro Público:	
<i>El 2.11.2005, por el 70% de los beneficios distribuibles a 30.09.2005</i>	<i>734,11</i>
<i>El 1.3.2006, por la diferencia con el importe anterior, para alcanzar el 90% de los beneficios distribuibles a 31.12.2005</i>	<i>404,62</i>
3 Beneficios distribuibles pendientes de ingreso en el Tesoro Público:	
<i>Cuando se aprueben las cuentas de 2005</i>	<i>126,53</i>

3 Información específica según el artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994

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.

Este último Real Decreto estableció que los Fondos de Garantía de Depósitos, solo excepcionalmente, «podrán nutrirse con aportaciones del Banco de España, cuya cuantía se fijará por Ley». En el año 2005, el Banco de España no hizo aportación alguna a los Fondos de Garantía de Depósitos.

Lucro cesante

En el siguiente cuadro se muestran los créditos vivos durante 2005, con tipos de interés inferiores a los utilizados como referencia, con objeto de estimar el lucro cesante del ejercicio, en virtud de lo establecido en el art. 4.2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.

SALDOS MEDIOS DE LOS CRÉDITOS VIVOS DURANTE 2005, CUYOS TIPOS HAN RESULTADO INFERIORES A LOS DE REFERENCIA

En millones de euros y porcentaje

	Saldo medio estimado en 2005	Tipo de interés percibido	Tipo de interés de referencia	Lucro cesante estimado
Endeudamiento neto del Estado	7.065,49	0,00%	2,07%	146,53
Créditos a la Seguridad Social	1.153,97	0,00%	2,07%	23,93
Préstamos vivienda y anticipos a empleados	136,71	1,07%	2,07%	1,37
<i>Préstamos vivienda</i>	115,35	1,27%	2,07%	0,92
<i>Anticipos reintegrables</i>	21,36	0,00%	2,07%	0,44
Totales	8.356,18	0,02%	2,07%	171,83

En el apartado «Endeudamiento neto del Estado» se incluye el saldo medio anual, en base diaria, de los créditos singulares otorgados al Estado antes de 1994 y de los depósitos mantenidos por el Tesoro en el Banco de España cuando arroja un saldo neto a favor de esta entidad.

En cuanto a los créditos a la Seguridad Social, la disposición transitoria sexta de la Ley 41/1994, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1995, al establecer las condiciones de amortización de determinados créditos a la Seguridad Social, dispuso que «los citados créditos no devengarán interés alguno a partir del 1 de enero de 1995».

El tipo de referencia utilizado para estimar el lucro cesante implícito en todos ellos ha sido la media mensual del tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación durante el ejercicio.



Paseo de la Castellana, 43
28046 Madrid
Tel. +34 902 021 111
Fax +34 913 083 566

INFORME DE AUDITORIA DE CUENTAS ANUALES

Al Excmo. Sr. Gobernador y al Consejo de Gobierno del Banco de España

Hemos auditado las cuentas anuales del Banco de España que comprenden el balance de situación al 31 de diciembre de 2005, la cuenta de resultados y la memoria correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha, cuya formulación es responsabilidad del Consejo de Gobierno del Banco. Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las citadas cuentas anuales en su conjunto, basada en el trabajo realizado de acuerdo con las normas de auditoría generalmente aceptadas, que requieren el examen, mediante la realización de pruebas selectivas, de la evidencia justificativa de las cuentas anuales y la evaluación de su presentación, de los principios contables aplicados y de las estimaciones realizadas.

Las cuentas anuales adjuntas presentan, a efectos comparativos, con cada una de las partidas del balance y de la cuenta de resultados, además de las cifras del ejercicio 2005, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere exclusivamente a las cuentas anuales del ejercicio 2005. Con fecha 27 de mayo de 2005 emitimos nuestro informe de auditoría acerca de las cuentas anuales del ejercicio 2004 en el que expresamos una opinión favorable.

En nuestra opinión, las cuentas anuales del ejercicio 2005 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 2005 y de los resultados de sus operaciones durante el ejercicio anual terminado en dicha fecha y contienen la información necesaria y suficiente para su interpretación y comprensión adecuada, de conformidad con los principios y normas contables que se indican en el apartado 3.1 de la memoria, basados en la normativa contable establecida para los bancos centrales miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales, que guardan uniformidad con los aplicados en el ejercicio anterior.

PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L.

José Wahnón Levy
Socio – Auditor de Cuentas

30 de mayo de 2006

2 Informe de la Comisión de Auditoría

Los que suscriben, miembros del Consejo de Gobierno del Banco de España, D. Ángel Luis López Roa y D. Jesús Leguina Villa, como integrantes de la Comisión de Auditoría designada por el citado Consejo de Gobierno, hemos recibido el encargo de someter a censura las cuentas de esta Institución correspondientes a 2005.

En virtud de este mandato, la Comisión de Auditoría ha realizado el análisis de las operaciones efectuadas por el Banco de España. El alcance de este examen ha consistido, esencialmente, en: 1) estudio de las cuentas anuales del Banco de España correspondientes al ejercicio 2005, elaboradas por la Dirección General Adjunta de Régimen Interior del Banco de España; 2) estudio de la auditoría del balance y de la cuenta de resultados del Banco de España correspondientes a 2005, realizada por su Auditoría Interna; 3) estudio de la documentación solicitada por los miembros de esta Comisión a los auditores externos independientes; 4) entrevistas con los responsables de la auditoría externa independiente, del Departamento de Auditoría Interna y de Intervención General; y 5) propuestas de modificación, corrección o aclaración de diversos extremos, todas ellas satisfactoriamente incorporadas a las cuentas anuales por Intervención General.

La conclusión fundamental de nuestro informe es que del análisis efectuado, del examen y procedimientos con que se desarrolla la contabilización y del registro de los hechos contables, así como de los controles internos que se llevan a cabo, se desprende que las cuentas anuales correspondientes al ejercicio 2005 reflejan fielmente el patrimonio y la situación económica y financiera del Banco de España.

Madrid, a 23 de mayo de 2006.



D. ÁNGEL LUIS LÓPEZ ROA



D. JESÚS LEGUINA VILLA

ANEJO LEGISLATIVO

Al igual que en informes anteriores, se ofrece a continuación un resumen de las principales normas relativas al sistema financiero español y, en particular, a las competencias del Banco de España, aparecidas durante 2005 y los primeros tres meses del año 2006.

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 2005, especificando el mes de la fecha de la norma y el mes en que se publicó el *Boletín Económico* trimestral donde fueron analizadas.

18.4.2006.

1 Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2005 a marzo de 2006

ENERO 2005

MODIFICACIÓN DEL SISTEMA TARGET: ACTUALIZACIÓN DEL SISTEMA DE ACCESO A TARGET PARA LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS PARTICIPANTES.—El Consejo de Gobierno del BCE publicó la *Orientación BCE/2005/1 del Banco Central Europeo, de 21 de enero de 2005* (DOUE de 3 de febrero), por la que se modifican algunos aspectos recogidos en la Orientación BCE/2001/3, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (en adelante, TARGET).

El contenido de la nueva Orientación se refiere, básicamente, a establecer la posibilidad de que los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (en adelante, SLBTR) de los nuevos Estados miembros, que no han adoptado el euro (Estados miembros no participantes), puedan conectarse al sistema TARGET por el mecanismo habitual de interconexión o por una conexión bilateral, siempre que cumplan los requisitos mínimos comunes establecidos en la Orientación BCE/2001/3 y puedan procesar el euro como divisa además de sus respectivas monedas nacionales.

En primer lugar, se permite la participación directa en los sistemas de liquidación de los bancos centrales conectados a TARGET, de aquellos bancos centrales de la Unión Europea cuyos sistemas de liquidación no estén conectados a TARGET.

En segundo lugar, se establece la posibilidad de que los bancos centrales nacionales (BCN) de la Unión Europea se conecten a TARGET a través de una relación de corresponsalía con un banco central que, a su vez, esté conectado a TARGET mediante la red «Interlinking». Los primeros harán llegar los pagos procedentes de su comunidad bancaria al segundo, que, a su vez, los distribuirá hacia los participantes beneficiarios a través de los respectivos bancos centrales receptores. Los pagos dirigidos a los participantes en el SLBTR del banco central conectado a TARGET mediante dicha relación de corresponsalía desde el resto de participantes en TARGET seguirán el proceso inverso.

En tercer lugar, se establece que los BCN de los Estados miembros no participantes cuyos SLBTR estén conectados a TARGET, podrán elaborar y llevar listas de los activos que podrán utilizar las entidades participantes en sus respectivos SLBTR nacionales. Estos activos incluidos en las listas deberán cumplir los mismos criterios de calidad y se ajustarán a las mismas normas de valoración y control del riesgo que los activos de garantía admitidos en las operaciones de política monetaria.

Para nuestro país, el Banco de España, en uso de la habilitación normativa contenida en la Ley de Autonomía (Ley 13/1994, de 1 de junio), incorporó la Orientación BCE/2005/1 mediante la publicación de la CBE 1/2005, de 25 de febrero (BOE de 7 de marzo), sobre adaptación de la normativa del SLBE a la modificación de la Orientación sobre TARGET del Banco Central Europeo, para permitir la conexión a TARGET por medios alternativos a la red «Interlinking». A tal efecto, el Banco de España establecerá las «Aplicaciones técnicas» que sean precisas para el desarrollo de los aspectos técnicos de la citada Circular, y, en especial, los relativos al procesamiento de los pagos transfronterizos a través de este nuevo mecanismo.

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE EL AÑO 2005 Y ENERO DE 2006.—Se publicó la *ORDEN EHA/73/2005, de 25 de enero* (BOE de 27 de enero), por la que se dispuso la creación de deuda del Estado durante el año 2005 y enero de 2006 y se dele-

garon determinadas facultades en el director general del Tesoro y Política Financiera, y dos *Resoluciones de 28 de enero de 2005*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE de 29 de enero y de 3 de febrero, respectivamente), por las que se dispusieron determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publicó el calendario de subastas para el año 2005 y el mes de enero de 2006.

En sentido amplio, se mantienen las condiciones de emisión vigentes en años anteriores, si bien se incorpora la opción de poder efectuar las subastas en términos de precio o de tipo de interés y algunos cambios menores en las fechas de las mismas. Al igual que en el año 2004, el Ministerio de Economía podrá disponer la creación de deuda mediante emisiones de valores u operaciones de crédito, en euros o en otras divisas. En cuanto a la formalización de la deuda pública, esta adoptará, como en años anteriores, las modalidades de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, representándose en todos los casos, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta.

Respecto a las letras del Tesoro, se consideró conveniente para este año reducir el número de plazos de emisión debido al actual entorno de moderación en el volumen total a emitir. En particular, no se subastarán letras a tres meses, aunque de cara al futuro podría reabrirse de nuevo esta línea de emisión, alternándose, en su caso, con otros vencimientos, si la demanda de los inversores o la política de emisiones del Tesoro así lo aconsejasen. Por ello, las nuevas letras se emitirán a los plazos de seis, doce y dieciocho meses y se mantendrá la agrupación de emisiones, a fin de consolidar el mercado de letras del Tesoro, garantizar su liquidez y potenciar la competitividad con el resto de emisores institucionales del área del euro.

En lo referente a los bonos y obligaciones del Estado, a grandes rasgos, se mantienen las características de emisión. Los plazos de emisión en ambas modalidades serán los habituales de tres y cinco años para los bonos, y de diez, quince y treinta años para las obligaciones, aunque, para compaginar la moderación en el volumen total a emitir y el incremento de la liquidez de las referencias en proceso de emisión, se ha considerado conveniente interrumpir, temporalmente, la emisión de obligaciones del Estado a quince años, no siendo descartable la reapertura de este instrumento, o su alternancia con otros vencimientos, en función de la demanda de los inversores.

MEDIDAS DE PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITALAS: MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO.—El *Real Decreto 54/2005, de 21 de enero* (BOE de 22 de enero) (en adelante, el RD), modificó el Real Decreto 925/1995, de 9 de junio, y otras normas de regulación del sistema bancario, financiero y asegurador, con el fin de incorporar las modificaciones introducidas por la Ley 19/2003, de 4 de julio, de régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales. Como novedades más relevantes de la norma, cabe reseñar las siguientes:

Se amplía la casuística de los sujetos que pueden ejercer actividades profesionales o empresariales particularmente susceptibles de ser utilizadas para el blanqueo de capitales. En concreto, alcanza a las personas físicas o jurídicas que actúen en el ejercicio de su profesión como auditores, contables externos o asesores fiscales, y a los notarios, abogados y procuradores cuando participen en la concepción, realización o asesoramiento de transacciones por cuenta de clientes relativas a la compraventa de bienes inmuebles o entidades comerciales; la gestión de fondos, valores u otros activos; la apertura o gestión de cuentas bancarias, cuentas de ahorros o cuentas de valores; la organización de las aportaciones necesarias para la creación, el funcionamiento o la gestión de empresas, o la creación, el

funcionamiento o la gestión de fiducias (*trust*), sociedades o estructuras análogas, o actúen en nombre y por cuenta de clientes, en cualquier transacción financiera o inmobiliaria. También alcanza a las actividades de transporte profesional de fondos o medios de pago; a las actividades de giro o transferencia internacional realizadas por los servicios postales; a la comercialización de loterías u otros juegos de azar respecto de las operaciones de pago de premios. Cuando las personas físicas mencionadas en este apartado ejerzan su profesión en calidad de empleados de una persona jurídica o le presten servicios permanentes o esporádicos, las obligaciones impuestas recaerán sobre dicha persona jurídica respecto de los servicios prestados.

Se introduce la obligación de presentar declaración previa sobre el origen, destino y tenencia de los fondos a las personas físicas y jurídicas que, actuando por cuenta propia o de tercero, realicen determinados movimientos de medios de pago.

Respecto a la identificación de los clientes, como norma general, los sujetos obligados exigirán la presentación de los documentos acreditativos de la identidad de sus clientes, habituales o no, en el momento de entablar relaciones de negocio o de efectuar cualesquiera operaciones. Además de las obligaciones reseñadas en el Reglamento, el RD establece que los sujetos obligados adoptarán medidas dirigidas a comprobar razonablemente la veracidad de la actividad profesional o empresarial de sus clientes.

En el caso de transferencias de fondos dentro del territorio nacional, la entidad de origen de la transferencia tendrá los datos de identificación del ordenante y, en su caso, de la persona por cuya cuenta aquella actúe, a disposición de la entidad de destino, a la que le serán facilitados de modo inmediato si lo solicita. Si se trata de transferencias internacionales, las entidades deberán incluir y, en su caso, mantener los datos de identificación del ordenante en la transferencia y en los mensajes relacionados con ella a través de la cadena de pago. No obstante, el RD establece los casos en los que la obligación de identificación del cliente quedará exceptuada.

Finalmente, en las disposiciones adicionales del RD se modifican la mayor parte de los regímenes relativos a la creación de las entidades financieras, incluyendo el sector asegurador. En todos ellos, se establece que corresponderá al ministro de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España y del Servicio Ejecutivo de la Comisión de prevención del blanqueo de capitales e infracciones monetarias en los aspectos de su competencia, autorizar la creación de la entidad de crédito correspondiente. Dentro de los requisitos exigidos para ejercer su actividad se añade uno nuevo, que consiste en contar con procedimientos y órganos adecuados de control interno y de comunicación para prevenir e impedir la realización de operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales en las condiciones recogidas en este Reglamento. Finalmente, en el programa de actividades deberá constar el género de operaciones que se pretenden realizar, la organización administrativa y contable, los procedimientos de control interno, así como los procedimientos y órganos de control interno y de comunicación que se establezcan para prevenir e impedir la realización de operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales.

FEBRERO 2005

DIRECTIVA RELATIVA AL RÉGIMEN FISCAL COMÚN APLICABLE A LAS FUSIONES, ESCISIONES, APORTACIONES DE ACTIVOS Y CANJES DE ACCIONES.—Se promulgó la *Directiva 2005/19/CE del Consejo, de 17 de febrero de 2005* (DOUE de 4 de marzo), por la que se modifica la Directiva 90/434/CEE del Consejo, de 23 de julio de 1990, relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canjes de acciones realizados entre sociedades de diferentes Estados miembros.

En primer lugar, se amplía el ámbito de aplicación de la Directiva 90/434/CEE para englobar las entidades que puedan desarrollar actividades transfronterizas en la Comunidad que cumplan todas las condiciones establecidas en la misma, y para contemplar en su articulado el traslado del domicilio social de una Sociedad Anónima Europea (SE) y de una Sociedad Cooperativa Europea (SCE) de un Estado miembro a otro, sin que ello dé lugar a la disolución de la sociedad ni a la creación de una nueva persona jurídica.

En segundo lugar, se contempla como novedad la *escisión parcial* de una sociedad, que es la operación por la cual una sociedad transfiere a una o varias sociedades ya existentes o nuevas, sin ser disuelta, una o varias ramas de actividad, manteniendo, al menos, una rama de actividad en la sociedad transmitente, mediante la atribución a sus socios, con arreglo a una norma proporcional, de títulos representativos del capital social de las sociedades beneficiarias de la aportación y, en su caso, de una compensación en dinero que no exceda del 10% del valor nominal o, a falta de valor nominal, de un valor equivalente al nominal de dichos títulos deducido de su contabilidad.

En tercer lugar, se amplía la actual definición de *canje de acciones*, para que abarque otras adquisiciones subsiguientes además de la que garantiza una mayoría simple de los derechos de voto.

En cuanto a la normas aplicables al traslado de domicilio social de una SE o una SCE, cabe reseñar que, en relación con una SE o una SCE que sea residente en el primer Estado miembro y pase a serlo en otro Estado miembro, el traslado del domicilio social o el término de la residencia no dará lugar a la aplicación de impuesto alguno sobre las plusvalías en el Estado miembro del que haya sido trasladado el domicilio social. Asimismo, el Estado miembro de acogida deberá adoptar las medidas necesarias para garantizar que las provisiones o reservas debidamente constituidas por la SE o la SCE antes del traslado del domicilio social estén total o parcialmente exentas de imposición y no deriven de un establecimiento permanente en el extranjero.

PROCEDIMIENTO DE APLICACIÓN DE LAS DIRECTIVAS DE LA COMUNIDAD EUROPEA SOBRE INTERCAMBIO DE INFORMACIÓN TRIBUTARIA. — El *Real Decreto 161/2005, de 11 de febrero* (BOE del 12 de febrero), modificó el Real Decreto 1326/1987, de 11 de septiembre, por el que se establece el procedimiento de aplicación de las directivas de la Comunidad Europea sobre intercambio de información tributaria. Los cambios introducidos más relevantes son los siguientes:

En primer lugar, se actualiza la denominación actual de los impuestos incluidos y se incorpora expresamente el impuesto sobre la renta de no residentes, aunque ya se encontraba incluido en el ámbito de aplicación del Real Decreto 1326/1987.

En segundo lugar, se incorpora el principio de actuación por cuenta propia, según el cual la Administración tributaria no debe dar un tratamiento distinto, por razones de derecho o de práctica administrativa, a las peticiones de información de otros Estados miembros que a las propias actuaciones de captación de información que realice por propósitos meramente internos. Este principio supone no solo que cada autoridad competente aplique la debida diligencia en la recopilación de la información, sino que en cada Estado miembro el conjunto de disposiciones que regulen las actuaciones de captación de información de las Administraciones tributarias sea único, sin distinguir si la captación se realiza a efectos internos o a solicitud de la autoridad competente de otro Estado.

Finalmente, se añaden dos preceptos nuevos: por un lado, se incorpora la asistencia mutua en materia de notificaciones de actos de aplicación de los tributos, así como la imposición de

sanciones en otros Estados miembros. Por otro, se establece la posibilidad de realizar controles simultáneos entre dos Estados miembros para intercambiar la información obtenida, siempre que se estime que estos resultarán más eficaces que los realizados por un único Estado miembro.

BANCO CENTRAL EUROPEO: EXIGENCIAS DE INFORMACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS Y BANCARIAS, Y DE LAS FINANZAS PÚBLICAS. — La *Orientación BCE/2005/4 del Banco Central Europeo, de 15 de febrero de 2005* (DOUE de 29 de abril), modificó la *Orientación BCE/2003/2, de 6 de febrero de 2003*, relativa a determinadas exigencias de información estadística del BCE y los procedimientos de presentación de información estadística por los BCN en el ámbito de las estadísticas monetarias y bancarias. Esta norma tuvo su origen en la adhesión de los nuevos Estados miembros el 1 de mayo de 2004 y en la expiración de algunas disposiciones y derogaciones transitorias sobre la presentación de la información, así como, las nuevas exigencias de información estadística de los BCN en el ámbito de las estadísticas monetarias y bancarias.

Por otro lado, se publicó la *Orientación BCE/2005/5 del Banco Central Europeo, de 17 de febrero de 2005* (DOUE de 29 de abril), sobre las exigencias de información estadística del BCE y los procedimientos de intercambio de información estadística en el SEBC, en materia de estadísticas de las finanzas públicas. Su objetivo fue facilitar el cumplimiento de las funciones del SEBC, y, en particular, el establecimiento de procedimientos eficaces de intercambio de las estadísticas de las finanzas públicas en el SEBC para garantizar que este tenga información de las finanzas públicas puntuales y ajustadas a sus necesidades y que las estadísticas sean compatibles con las previsiones de las mismas variables preparadas por los BCN, independientemente de que las estadísticas las elaboren los BCN o las autoridades nacionales competentes.

MARZO 2005

REFORMAS PARA EL IMPULSO A LA PRODUCTIVIDAD. — Se publicaron el *Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo* (BOE del 14), de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, y la *Resolución de 1 de abril de 2005*, de la Subsecretaría del Ministerio de la Presidencia (BOE del día 2), por la que se dispuso la publicación del Acuerdo del Consejo de Ministros, de 25 de febrero de 2005, por el que se adoptan una serie de mandatos para poner en marcha medidas de impulso a la productividad del sistema económico.

Las reformas abordadas en el Real Decreto-Ley (que forman parte de un conjunto más amplio de medidas para el impulso de la productividad), además de afectar a los mercados financieros y energéticos, se completan con otras actuaciones referentes al régimen de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, así como otras modificaciones de la legislación de contratos de las Administraciones Públicas, a fin de extender su normativa a determinados aspectos de las fundaciones del sector. A continuación, se hace un comentario sucinto de los aspectos más importantes de las normas, con especial referencia a los mercados financieros.

En el ámbito financiero, el Real Decreto-Ley responde a la necesaria transposición de dos directivas comunitarias que son clave para la competitividad y el desarrollo de estos mercados, además de introducir otras medidas que eviten posibles riesgos de deslocalización, sobre todo, en la emisión y admisión a cotización de valores, y en la prestación de garantías financieras. A tal efecto, se transpone la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, que, a su vez, modifica la Directiva 2001/34/CE

del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores.

De este modo, para poder mantener la posición competitiva del mercado después de la transposición de la directiva, exige eliminar aquellos requisitos, trabas o costes que no tengan justificación desde el punto de vista de la protección del inversor o del correcto funcionamiento del mercado. En concreto, en el *mercado primario de valores*, se elimina el régimen de verificación administrativa previa de las emisiones de valores, y se suprime la facultad del ministro de Economía de prohibir o someter a autorización previa determinadas emisiones, y se mantiene el principio de no necesidad de autorización administrativa previa para las emisiones de valores, reforzando el principio de libertad de emisión.

Por otro lado, la norma hace referencia a la *validez transfronteriza* del folleto a fin de hacer efectivo el pasaporte comunitario para dicho documento, que consiste en que, una vez sea aprobado por la CNVM, será válido para la admisión a negociación en cualesquiera Estados miembros de acogida, siempre que la CNMV lo notifique a la autoridad competente de cada Estado miembro de acogida. Del mismo modo, el folleto aprobado por la autoridad competente del Estado de origen será válido para la admisión a negociación en España, siempre que dicha autoridad competente lo notifique a la CNMV.

Respecto a los *valores representados mediante anotaciones en cuenta*, se sustituye la escritura pública de representación de los valores mediante anotaciones en cuenta por un documento que deberá ser elaborado por la entidad emisora y contener toda la información necesaria para la identificación de los valores integrados en la emisión. El emisor deberá depositar este documento en la entidad encargada del registro contable y ante la CNMV, y, si se trata de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, deberá depositarlo ante su organismo rector.

En el *mercado secundario de valores*, se mantiene el régimen de verificación administrativa previa por parte de la CNMV para la admisión a negociación de valores en un mercado secundario oficial, aunque se reducen significativamente los requisitos de información para la admisión a negociación en dicho mercado, que ahora quedan fijados en los siguientes: la aportación y registro en la CNMV de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable, así como de los estados financieros del emisor preparados y auditados; y la aportación, aprobación y registro en la CNMV de un folleto informativo, así como su publicación.

El Real Decreto-Ley traspone al ordenamiento jurídico español la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera. Con la aprobación de esta directiva se persigue conseguir una amplia armonización comunitaria para todas las garantías financieras que formalicen las partes, así como ordenar y sistematizar la normativa vigente aplicable en esta materia. Con ello, se conseguiría facilitar determinadas operaciones financieras que necesiten de constitución de garantías, reduciendo de manera sustancial los requisitos para la constitución y ejecución de esas garantías.

Por otra parte, el Real Decreto-Ley establece un conjunto de medidas de impulso a la productividad que afectan a determinados sectores, como el energético, reseñando, a tal efecto, la facultad otorgada al Ministerio de Economía y Hacienda para que desarrolle la normativa que permita la creación de mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre energía. Finalmente, en el ámbito de la Administración Pública, se procede a la mejora de la contratación pública, para incluir determinados aspectos de la actividad de

las fundaciones del sector público, así como de los convenios firmados con otras Administraciones.

En esta misma línea, en el mes de noviembre se publicaron la *Ley 23/2005, de 18 de noviembre* (BOE del 19), de reformas en materia tributaria para el impulso a la productividad, y la *Ley 24/2005, de 18 de noviembre* (BOE del 19), de reformas para el impulso a la productividad, que introdujeron una serie de medidas de impulso y estímulo a la productividad, en diferentes ámbitos y con distintos plazos de ejecución, orientadas a dinamizar la economía española y facilitar la respuesta a la cada vez mayor integración económica en los mercados europeos y mundiales.

En materia tributaria, y respecto a la normativa reguladora del impuesto sobre sociedades, se introduce una nueva modalidad de IIC de carácter inmobiliario que podrá desarrollar la actividad de promoción inmobiliaria de viviendas para destinarlas al arrendamiento. Se le aplicará un tipo de gravamen del 1% en el impuesto sobre sociedades, condicionado al cumplimiento de ciertos requisitos tendentes a preservar la naturaleza de estas entidades como instrumentos canalizadores del ahorro.

En línea con lo anterior, para estimular la realización de esta actividad, se eliminan algunas restricciones que impedían el correcto funcionamiento de este régimen especial, y se introducen otros requisitos para dar una mayor coherencia a su aplicación. En particular, se mantiene únicamente la bonificación del 85% de la cuota íntegra para las rentas procedentes del arrendamiento de viviendas y se suprime la bonificación para las rentas derivadas de su transmisión. Asimismo, con la misma finalidad, resulta oportuno que los notarios y los registradores, en cuanto perceptores de ingresos públicos, colaboren en la promoción pública de estas entidades mediante la no percepción de aranceles, sin que ello tenga una repercusión significativa en sus honorarios.

En cuanto al impuesto sobre el valor añadido, se suprime el tipo del 4% aplicable a las viviendas adquiridas por las entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas, en consonancia con la modificación que se realiza de este régimen especial en la normativa del impuesto sobre sociedades.

Referente al impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, se amplía la exención y la bonificación previstas para las IIC inmobiliarias a aquellas instituciones entre cuyas actividades se encuentre la promoción de inmuebles para su arrendamiento, en consonancia con el nuevo régimen en el impuesto sobre sociedades.

Por otra parte, se introducen una serie de reformas en el sector financiero con el fin de estimular la competitividad del sector financiero. En primer lugar, se produce una reducción sustancial en las tasas aplicables por la CNMV en la prestación de determinados servicios, lo que supondrá un ahorro muy significativo para las entidades emisoras de valores, lo cual incidirá positivamente en la mejora de la competitividad del mercado financiero, y servirá para la mejor adaptación del mercado al nuevo marco de mayor competencia impuesto por la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003.

Asimismo, se aprovecha para modificar la disposición final segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros con el objeto de poder aplicar el régimen fiscal de las participaciones preferentes de las entidades de crédito a los valores cotizados en mercados organizados y emitidos con cargo a fondos de titulización hipotecaria, regulados por la Ley 19/1992, de 7 de julio, y a

fondos de titulización de activos regulados por la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero.

Por último, se emprenden una serie de mejoras de los trámites administrativos que afectan tanto a ciudadanos como a empresas. Así, se establecen fórmulas para hacer compatibles las indudables ventajas de rapidez y sencillez que conlleva el uso de la denominación social establecida para la constitución de la sociedad limitada nueva empresa, con la utilización, en su caso, a posteriori, de otras denominaciones sociales más atractivas para la actividad comercial de las empresas.

NUEVA ESTRUCTURA ORGANIZATIVA DE LOS COMITÉS DE SERVICIOS FINANCIEROS. — Con la publicación de la *Directiva 2005/1/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de marzo de 2005* (DOUE de 24 de marzo), se modificaron las Directivas 73/239/CEE, 85/611/CEE, 91/675/CEE, 92/49/CEE y 93/6/CEE del Consejo y las Directivas 94/19/CE, 98/78/CE, 2000/12/CE, 2001/34/CE, 2002/83/CE y 2002/87/CE, con el fin de establecer una nueva estructura organizativa de los comités de servicios financieros. A continuación, se hace un comentario breve de las modificaciones de las directivas relativas al sector bancario y al mercado de valores.

En las Directivas 93/6/CEE del Consejo, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, y 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos, y en la 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, se sustituye la denominación «Comité Consultivo Bancario» por «Comité Bancario Europeo», creado por la Decisión 2004/10/CE de la Comisión. Asimismo, desaparecen las competencias del antiguo Comité Consultivo Bancario en materia de control de la solvencia y la liquidez de las entidades de crédito, ya que actualmente se consideran innecesarias, dada la armonización de las normas sobre adecuación del capital y la evolución de las técnicas empleadas por las entidades de crédito a la hora de medir y gestionar su riesgo de liquidez.

Por otra parte, desaparece la supervisión periódica por la Comisión de determinadas decisiones individuales de supervisión y, por lo tanto, la presentación sistemática de informes al Comité Consultivo Bancario, debido a los avances realizados en materia de cooperación e intercambio de información entre las autoridades supervisoras.

Respecto a la Directiva del Consejo 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), se suprimen las disposiciones que regulan la organización y las funciones del actual Comité de Contacto sobre los OICVM con excepción de sus competencias de comitología para asistir a la Comisión con respecto a las modificaciones técnicas que deban introducirse en la Directiva, y se transfieren al Comité Europeo de Valores creado por la Decisión 2001/528/CE de la Comisión, entre otras, las funciones de asesoramiento a la Comisión en el ejercicio de sus competencias que desempeña el Comité de Contacto sobre los OICVM.

En cuanto a la Directiva 2001/34/CE, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores, se suprimen las disposiciones que regulan las funciones del Comité de Contacto, que transfiere sus competencias al Comité Europeo de Valores.

BANCO DE ESPAÑA: MODIFICACIÓN DE LAS CLÁUSULAS GENERALES APLICABLES A LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA.—La *Resolución de 4 de marzo de 2005*, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España (BOE de 19 de mayo), modificó la Resolución de 11 de diciembre de 1998 de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, que incluía las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria, para adaptarlas a los cambios recientes en la definición y ejecución de la política monetaria en la zona.

Las modificaciones más relevantes son las siguientes: en primer lugar, la revisión del concepto de las subastas rápidas, que, a partir de ahora, podrán ser realizadas dentro de un período de tiempo de noventa minutos (antes, era de una hora), y continuarán quedando restringidas a un conjunto limitado de entidades de contrapartida. En segundo lugar, se redefine la existencia de vínculos estrechos entre las entidades emisoras de activos de garantía y las entidades de contrapartida. En tercer lugar, la revisión de la valoración de las garantías se realizará periódicamente, sin especificar la frecuencia (antes, era diariamente). Por último, en el anejo de la Resolución se acompaña el texto consolidado de las Cláusulas Generales Aplicables a las Operaciones de Política Monetaria del Banco de España (adoptadas por Resolución de su Comisión Ejecutiva de 11 de diciembre de 1998), con las modificaciones introducidas por las Resoluciones de dicha Comisión Ejecutiva de 23 de julio de 1999 (BOE de 7 de agosto), 26 de octubre de 1999 (BOE de 7 de diciembre), 10 de octubre de 2000 (BOE de 20 de diciembre), 19 de abril de 2002 (BOE 29 de junio), 23 de diciembre de 2003 (BOE de 5 de marzo de 2004) y por la presente Resolución, cuya entrada en vigor tuvo lugar el 30 de mayo de 2005.

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE LA GESTIÓN DE ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA.—La *Orientación BCE/2005/6 del Banco Central Europeo, de 11 de marzo de 2005* (DOUE de 29 de abril), modificó la Orientación BCE/2000/1 del BCE, de 3 de febrero de 2000, sobre la gestión de activos exteriores de reserva del BCE por los bancos centrales nacionales y la documentación jurídica requerida para las operaciones en activos exteriores de reserva del BCE. Además de actualizar la Orientación BCE/2000/1, el BCE introduce el uso del contrato marco de las operaciones financieras de la Federación Bancaria Europea (edición revisada de 2004) para todas las operaciones con garantía en activos exteriores de reserva del BCE (incluidas las operaciones simultáneas y las operaciones de compraventa con pacto de recompra en ambos sentidos) cuando las entidades de contrapartida estén constituidas u operen con arreglo a las leyes de cualquiera de los países de la UE 15 y Suiza, así como para todas las operaciones con derivados en mercados no organizados que se realicen con activos exteriores de reserva del BCE.

SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES: RÉGIMEN DE LA INVERSIÓN DE LOS SALDOS DE LAS CUENTAS ACREEDORAS DE CARÁCTER INSTRUMENTAL Y TRANSITORIO QUE MANTENGAN CON SUS CLIENTES.—Conforme a la habilitación otorgada por el Real Decreto, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, se publicó la *Orden EHA/848/2005, de 18 de marzo* (BOE del 6 de abril), por la que se determina el régimen de la inversión de los saldos de las cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio que las sociedades y agencias de valores mantengan con sus clientes.

La Orden establece, por un lado, las categorías de activos líquidos y de bajo riesgo en que deben estar invertidos los saldos de las mencionadas cuentas, y, por otro, señala determinadas situaciones de las sociedades y agencias de valores en las que existe una mayor restricción en la inversión en tales activos. Los activos líquidos y de bajo riesgo (a efectos de la inversión de los saldos de las cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio de clientes) que señala la Orden son los siguientes: los depósitos a la vista en entidades de crédito sometidas a supervisión prudencial y domiciliadas en Estados pertenecientes a la Unión

Europea o en Estados miembros de la OCDE; y las adquisiciones temporales de activos, con plazo de vencimiento residual menor o igual a dos días, que tengan una ponderación nula a efectos del riesgo de crédito.

En aquellas circunstancias en las que las sociedades y agencias de valores puedan presentar una situación de riesgo relativa a su solvencia, resultados, viabilidad, liquidez o deficiencia organizativa, la CNMV podrá acordar cautelarmente una o ambas de las siguientes medidas: 1) que dichos saldos sean invertidos exclusivamente en depósitos a la vista, y 2) que la materialización de estos saldos en activos se realice individualmente y a nombre de cada uno de los clientes a los que pertenezcan, de tal forma que la titularidad de estos saldos en ningún caso pueda corresponder a la sociedad o agencia de valores, ni asignarse a otros clientes.

Por último, la Orden incluye una disposición adicional única de aplicación exclusiva a determinadas sociedades de inversión colectiva. En concreto, se trata de exonerar de determinadas obligaciones de información —propias de las sociedades cotizadas— a aquellas sociedades de inversión colectiva que durante 2004 hayan adoptado el acuerdo de excluir sus acciones de cotización oficial en Bolsa, y las que adopten dicho acuerdo durante 2005, siempre que soliciten la correspondiente baja en la cotización antes del 30 de junio de 2006.

ABRIL 2005

SUPERVISIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS.—Se publicó la *Ley 5/2005, de 22 de abril* (BOE del 23), de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero, que, a la vez que transpone parcialmente la Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de servicios de inversión de un conglomerado financiero, al ordenamiento jurídico español, responde al objetivo de establecer un régimen prudencial específico aplicable a los conglomerados financieros, y de avanzar hacia una mayor coherencia entre las distintas legislaciones sectoriales, aplicables a los grupos homogéneos, y entre estas y la propia de los conglomerados financieros.

La Ley diseña un nuevo sistema de supervisión al que habrán de sujetarse las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión y las entidades aseguradoras y reaseguradoras, así como las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y las entidades gestoras de fondos de pensiones —a las que tanto la Directiva como la Ley se refieren genéricamente como *entidades reguladas*— integradas en un conglomerado financiero.

A tal efecto, la norma considera que un grupo constituye un conglomerado financiero cuando concurren simultáneamente las siguientes circunstancias: a) que la entidad dominante del grupo sea una entidad regulada o, en caso contrario, que las actividades del grupo se desarrollen principalmente en el sector financiero; b) que, al menos, una de las entidades del grupo pertenezca al sector de los seguros y, al menos, otra pertenezca al sector bancario o de los servicios de inversión, y c) que tanto las actividades consolidadas o agregadas de las entidades del grupo incluidas en el sector de seguros como las de las entidades del grupo incluidas en los sectores bancario y de los servicios de inversión sean significativas.

Por otro lado, la Ley establece un conjunto de medidas orientadas a facilitar el ejercicio de la supervisión adicional. De este modo, sin perjuicio de los requerimientos prudenciales que les sean exigibles individualmente o en base consolidada de acuerdo con las normas sectoriales, las entidades reguladas de los conglomerados financieros deberán mantener, en todo momento, en el nivel del conglomerado financiero, un volumen suficiente de recursos propios o margen de solvencia en relación con las inversiones realizadas y los riesgos asumidos, cuyos criterios se establecerán reglamentariamente. Asimismo, deberán respetar los límites cuanti-

tativos a los riesgos y a las operaciones intragrupo y demás requisitos que puedan fijarse reglamentariamente.

Una de las novedades de la norma es la creación de la figura del *coordinador*, como autoridad competente a quien corresponderá el ejercicio y la coordinación de la actividad supervisora, en un marco en el que puede llegar a concurrir un alto número de autoridades, si el conglomerado financiero presenta un alto grado de diversificación sectorial y territorial.

Las funciones del coordinador son, entre otras, las siguientes: a) la coordinación de la recopilación y la difusión de la información pertinente o esencial, incluida la difusión de la información que resulte relevante para la labor de supervisión de una autoridad competente con arreglo a las normas sectoriales; b) la supervisión general y la evaluación de la situación financiera de un conglomerado financiero, y c) la evaluación de la estructura, organización y sistemas de control interno del conglomerado financiero.

Por último, la norma establece, por un lado, una serie de obligaciones de cooperación y consulta entre todas las autoridades competentes implicadas en la supervisión de un mismo conglomerado financiero, y, por otro, aborda el problema de los conglomerados financieros de terceros Estados cuyas entidades reguladas operan en España, siendo el principio de reciprocidad el eje que explica el régimen aplicable a este tipo de entidades.

SANEAMIENTO Y LIQUIDACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.—Con la publicación de la *Ley 6/2005, de 22 de abril* (BOE del 23), sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito, se incorporaron a nuestro ordenamiento jurídico las disposiciones de la Directiva 2001/24/CE, del Parlamento y el Consejo, de 4 de abril de 2001, relativa al saneamiento y liquidación de las entidades de crédito, así como diversos aspectos del tratamiento de las crisis de las entidades de crédito, referidas al concurso de acreedores en los términos en los que se contempla en la *Ley 22/2003, de 9 de julio*, Concursal.

Las medidas de saneamiento a las que se refiere esta Ley no incluyen aquellas actuaciones que, bajo idéntica denominación, pueden adoptar los fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito conforme a lo establecido en el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre. A los efectos previstos en la norma, se entiende por medidas de saneamiento las adoptadas por las autoridades administrativas o judiciales de un Estado miembro de la Unión Europea, que van encaminadas a preservar o restablecer la situación financiera de una entidad de crédito, y que puedan afectar a los derechos preexistentes de terceras partes, ajenas a la propia entidad. Por su parte, los procedimientos de liquidación son aquellos incoados y controlados por las autoridades administrativas o judiciales de un Estado miembro de la Unión Europea, con el fin de liquidar activos y pasivos bajo la supervisión de estas autoridades, incluso cuando los procedimientos concluyan mediante un convenio u otra medida análoga.

Esta ley será aplicable a las entidades de crédito autorizadas en España que tengan, al menos, una sucursal o presten servicios sin establecimiento permanente en otro Estado miembro; a las entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro que también tengan, al menos, una sucursal o presten servicios sin establecimiento permanente en España; y a las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras no autorizadas en un Estado miembro de la Unión Europea, cuando tales entidades de crédito tengan, al menos, una sucursal en otro Estado miembro.

Respecto a las medidas de saneamiento y procedimientos de liquidación sobre entidades de crédito autorizadas en España que tengan sucursales o presten servicios sin establecimiento

permanente en otros Estados miembros de la Unión Europea, las autoridades judiciales españolas serán las únicas competentes para decidir la aplicación a una entidad de crédito autorizada en España, incluidas las sucursales en otros Estados miembros de la Unión Europea, de una medida de saneamiento o de un procedimiento de liquidación. Dichas autoridades informarán, sin demora, a través del Banco de España, a las autoridades supervisoras competentes de los diferentes Estados miembros de acogida, sobre su decisión de adoptar una medida de saneamiento o incoar un procedimiento de liquidación y sus repercusiones.

Si dichas autoridades considerasen necesario que se tenga que aplicar sobre las sucursales de entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro alguna medida de saneamiento, tendrán la obligación de informar de ello, a través del Banco de España, a las autoridades supervisoras competentes del Estado miembro de origen.

En lo referente a las medidas de saneamiento y procedimientos de liquidación sobre sucursales de entidades de crédito no autorizadas en un Estado miembro de la Unión Europea, las autoridades judiciales españolas informarán, a través del Banco de España, sin demora y por todos los medios posibles, a las autoridades supervisoras competentes de los diferentes Estados miembros de acogida, en relación con su decisión de adoptar una medida de saneamiento o incoar un procedimiento de liquidación y sus repercusiones, sobre las sucursales de entidades de crédito extranjeras no autorizadas en un Estado miembro de la Unión Europea. Las autoridades judiciales españolas deberán coordinar su actuación con las autoridades administrativas o judiciales de los diferentes Estados de acogida. Igualmente, los liquidadores, si los hubiera, se esforzarán por coordinar sus actuaciones.

Finalmente, en cuanto a las medidas de saneamiento y de los procedimientos de liquidación adoptados en otros Estados miembros de la Unión Europea que tengan al menos una sucursal o presten servicios en España, tales medidas surtirán todos sus efectos en España tan pronto como lo hagan en el Estado miembro en el que se hayan adoptado. El Banco de España, una vez haya recibido la correspondiente notificación de la autoridad supervisora competente, informará, a través del BOE, de la decisión de adopción de la medida de saneamiento o de la incoación del procedimiento de liquidación.

MODIFICACIÓN DE LOS MODELOS DE INFORMACIÓN PÚBLICA PERIÓDICA DE LAS ENTIDADES EMISORAS DE VALORES, E INFORMACIÓN RELATIVA A OPERACIONES CON PARTES VINCULADAS.—La CCNMV 1/2005, de 1 de abril (BOE del día 6), modificó los modelos de información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en las bolsas de valores, recogidos en la CCNMV 2/2002, de 27 de noviembre, con dos finalidades: por un lado, que su elaboración se realice de acuerdo con las normas internacionales de información financiera (en adelante, las NIIF adoptadas), y, por otro, que se incluya en los estados semestrales información cuantificada de todas las operaciones realizadas por la sociedad con partes vinculadas. Además, en la Circular se han incluido varias normas transitorias. Así, las sociedades obligadas a formular las cuentas anuales consolidadas, excepto las entidades de crédito, que a la fecha de cierre de ejercicio únicamente hayan emitido valores de renta fija admitidos a cotización en la bolsa de valores, deberán aplicar las NIIF adoptadas a partir del 1 de enero de 2007, siempre y cuando no las hubieran aplicado en un ejercicio anterior.

Referente a las operaciones con partes vinculadas, la Circular introduce un nuevo apartado en los modelos de información pública periódica semestral, en el que se deberán detallar este tipo de operaciones, obligación que será aplicable por primera vez a las informaciones semestrales que deban presentarse a partir del 30 de junio de 2005. La información se desglosará en las distintas partes vinculadas que intervienen en las operaciones, pudiendo ser agregada

cuando se trate de partidas de contenido similar. No obstante, se deberá facilitar de forma individualizada cuando las operaciones vinculadas sean significativas por su cuantía o relevantes para una adecuada comprensión de la información pública periódica.

Por último, la Circular, que entró en vigor el 7 de abril de 2005, será de aplicación a la información pública periódica trimestral y semestral que deba remitirse a partir del 31 de marzo de 2005 y 30 de junio de 2005, respectivamente. En consecuencia, aquellas entidades que presenten sus cuentas anuales consolidadas del ejercicio que comience en 2005, de acuerdo con las NIIF adoptadas, deberán preparar las informaciones públicas periódicas correspondientes a dicho ejercicio de acuerdo con los principios de reconocimiento y valoración de las NIIF adoptadas, incluida la información pública periódica del primer trimestre de 2005.

INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO Y OTRA INFORMACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS QUE EMITAN VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS OFICIALES DE VALORES.—Con la publicación de la *CCNMV 2/2005, de 21 de abril* (BOE del 29), de la CNMV, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, se hace uso de la habilitación otorgada por la Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, a la CNMV para detallar el contenido y estructura del informe anual de gobierno corporativo, así como determinar las especificaciones técnicas y jurídicas sobre la información que las cajas de ahorros que emitan tales valores puedan difundir, en su caso, en el sitio web de la entidad sobre cuestiones análogas.

La Circular reseña que toda la información que se incluya tanto en el informe anual de gobierno corporativo de las entidades obligadas por esta norma como en sus sitios web, ya sea con carácter obligatorio o voluntario, deberá ser clara, íntegra, correcta y veraz, sin que pueda incluirse información que, por ser sesgada, abarcar un lapso insuficiente, no ser contrastable, no incluir las oportunas advertencias o cualquier otro motivo, pueda inducir a error o confusión o no permita al inversor hacerse un juicio fundado de la entidad.

MAYO 2005

No hubo regulación financiera relevante.

JUNIO 2005

SOCIEDADES GESTORAS DE FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS: OBLIGACIÓN DE SUMINISTRO DE INFORMACIÓN.—La *Resolución de 23 de junio de 2005* (BOE del 30), de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se establecen instrucciones para el cumplimiento de la obligación de suministro de información que tienen las sociedades gestoras de fondos de titulización de activos para favorecer la financiación empresarial, dio cumplimiento a lo preceptuado en la Ley 2/2004, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2005, que había establecido la obligación de dichas sociedades gestoras de remitir al Tesoro la información necesaria para el control del riesgo asumido por parte del Estado en virtud de los avales, y, en particular, la referente al volumen total del principal pendiente de amortización de los valores de renta fija emitidos por los fondos de titulización de activos y a la tasa de activos impagados o fallidos de la cartera titulizada. En cuanto al plazo de presentación, la información se remitirá dentro de los diez días hábiles siguientes a la fecha de pago de los valores emitidos por el fondo.

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE DETERMINACIÓN Y CONTROL DE LOS RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS.—La *CBE 3/2005, de 30 de junio* (BOE de 13 de julio), revisó la *CBE 5/1993, de 26 de marzo*, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, como consecuencia de la reforma introducida por la *CBE 4/2004, de 22 de diciembre*,

a la CBE 4/1991, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito. Por otro lado, modificó sustancialmente el régimen contable de las entidades de crédito españolas para adaptarlo al nuevo entorno contable derivado de la adopción por parte de la Unión Europea de las NIIF. No obstante, es preciso señalar que no ha alterado —en lo sustancial— ni la actual definición de recursos propios computables, ni la base contable de cálculo de los riesgos.

Respecto a los *recursos propios*, con independencia de su clasificación contable como pasivo financiero o como patrimonio neto, la Circular precisa los instrumentos que son computables como tales, y se introducen ajustes para pasar del patrimonio neto contable a la definición de capital regulatorio, evitando así el cómputo de elementos que no cumplen con los requisitos de disponibilidad total para absorción de pérdidas y permanencia exigidos por la legislación aplicable.

En cuanto a los elementos que los componen, se añaden las *participaciones preferentes*, reguladas en la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales mencionadas, con independencia de su contabilización o no como pasivo financiero.

En el apartado de las *deducciones de los recursos propios*, se revisan algunas de las partidas, como los resultados negativos de ejercicios anteriores, y las pérdidas del ejercicio corriente. En concreto, la Circular establece que se asimilará a los resultados negativos del ejercicio el saldo deudor (pérdidas) de cada una de las cuentas del patrimonio neto que reflejan ajustes por valoración de activos financieros disponibles para la venta, sean de valores representativos de deuda o de instrumentos de capital, o de activos no corrientes en venta, así como de los ajustes por valoración por diferencias de cambio que surjan por aplicación de lo dispuesto en la CBE 4/2004. También se asimilará a los resultados negativos el saldo deudor que pueda presentar la reserva de revalorización de activos a consecuencia de la aplicación de la CBE 4/2004.

Por el lado de los *riesgos*, se modifican la mayoría de los apartados para acomodarlos a la nueva nomenclatura de la CBE 4/2004. Asimismo, se precisa su valoración y los ajustes necesarios para pasar, en su caso, de los importes contenidos en los estados financieros individuales o consolidados reservados a la base de cálculo de los requerimientos de recursos propios. Con ello, se trata de evitar una modificación en el nivel de los requerimientos, bien porque contablemente se reflejen nuevos riesgos que no deben soportar requerimientos adicionales de capital, bien porque las nuevas normas de valoración incrementen o disminuyan su importe contable.

Otra de las modificaciones de la Circular hace referencia al *cálculo del coeficiente de solvencia*. Así, los activos y cuentas de orden se computarán por su valor en libros, según se define en la CBE 4/2004 (antes se computaba por su valor contable neto de los correspondientes fondos específicos), tomando en todo caso como base los importes recogidos en estados reservados, individuales y consolidados, y sin tener en cuenta determinados ajustes por valoración relacionados con operaciones de microcobertura con reflejo en el patrimonio neto, y con activos a valor razonable, salvo los referidos a cualquier tipo de activos cuando los ajustes se hayan reconocido a través de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Respecto a los requerimientos de recursos propios por *riesgo de cartera*, la Circular establece que deberán excluirse de la cartera de negociación los valores destinados a cubrir las cesio-

nes a cuentas financieras, así como los valores dados en garantía durante un plazo superior a seis meses y siempre que no estén directamente relacionados con otros elementos incluidos en la cartera.

Finalmente, las entidades de crédito disponían de tiempo hasta el 1 de octubre de 2005 para remitir al Banco de España los estados correspondientes al primer semestre de 2005, con arreglo a los nuevos formatos y criterios establecidos en la Circular.

SOCIEDAD ESPAÑOLA DE SISTEMAS DE PAGO, SA: LA GESTIÓN DEL SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA. — La *Resolución de 30 de junio de 2005* (BOE de 8 de julio), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, autorizó la asunción por parte de la Sociedad Española de Sistemas de Pago, SA (en adelante, SESP), de la gestión del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (en adelante, SNCE), con efectos de 30 de junio de 2005, conforme a las previsiones establecidas en la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores, modificada por la Ley 2/2004, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2005.

La supervisión de la SESP seguirá siendo ejercida por el Banco de España, a quien corresponderá autorizar, con carácter previo a su adopción por los órganos correspondientes de la Sociedad, los estatutos sociales y sus modificaciones, así como las normas básicas de funcionamiento de los sistemas y servicios que gestione. También le será de aplicación el régimen sancionador establecido en la Ley 26/1988, de 28 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, con las especificaciones que legalmente se determinen.

JULIO 2005

NUEVA REGULACIÓN DE LOS CREADORES DE MERCADO DE LA DEUDA DEL ESTADO. — La *Resolución de 20 de julio de 2005*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE de 28 de julio), actualizó el régimen de los creadores de mercado para facilitar su adaptación a los cambios que han operado en los mercados de deuda pública a lo largo de los dos últimos años. Además, pretendía promocionar el mercado de valores segregados o *strips* y dar cobertura al acuerdo alcanzado por los Tesoros de la zona del euro representados en el seno del Subcomité de Mercados de Letras y Bonos de la Unión Europea, perteneciente al Comité Económico y Financiero (en adelante, CEF) de la Comisión Europea, acerca de la armonización de los sistemas de remisión de información de los creadores de mercado. Esta resolución deroga y sustituye a la de 5 de marzo de 2003. A continuación se mencionan sucintamente las novedades más relevantes.

Respecto al mercado de bonos y obligaciones, se establece, como novedad, que para la cotización de los principales segregados los creadores de mercado se podrán dividir en grupos. Así, en las reuniones con el Tesoro será posible diseñar cestas, en las que se podrán incluir los principales segregados, cuya cotización será obligatoria, asignándose cada cesta a un grupo de creadores de mercado. Para la elaboración de las cestas se tendrá en cuenta el vencimiento de las referencias que las compongan, de manera que sean similares en duración y liquidez. Las cestas se podrán modificar normalmente cada dos meses.

En cuanto al mercado de letras del Tesoro, se mantienen las mismas obligaciones, aunque con ciertas novedades: participarán en las subastas de letras del Tesoro y garantizarán la liquidez del mercado secundario de letras del Tesoro. En las reuniones con el Tesoro se definirán las letras que se consideran referencia del mercado o *benchmark*, pero se suprimen las dos cestas adicionales de letras, así como la correspondiente creación de los grupos homogéneos. Finalmente, aportarán la información que el Tesoro pueda solicitar sobre el mercado de deuda, en general, y sobre la actividad del creador, en particular, y se asegurarán del buen

funcionamiento del mercado, respetando las obligaciones operativas que se establezcan y evitando la realización de acciones que puedan afectar negativamente al mercado o a la deuda del Estado.

La pérdida de la condición de creador de mercado de letras del Tesoro se materializará por alguno de los motivos contemplados en la anterior Resolución de 5 marzo. Además, como novedad, se podrá perder dicha condición: por decisión del Tesoro, cuando una entidad haya realizado acciones que puedan afectar negativamente al funcionamiento del mercado o a la deuda del Estado, o cuando su comportamiento sea considerado impropio de un creador de mercado, contrario a los intereses del Tesoro o al buen funcionamiento del mercado de deuda.

No obstante, hay que destacar que tanto los requisitos para poder acceder a dicha condición como los derechos y obligaciones de los creadores son similares a los expuestos en la Resolución anterior.

AGOSTO 2005

No hubo regulación financiera relevante.

SEPTIEMBRE 2005

REVISIÓN DEL REGLAMENTO DEL IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES PARA ADAPTARLO A LAS NUEVAS NORMAS CONTABLES SOBRE LA COBERTURA DEL RIESGO DE CRÉDITO EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS. — El *Real Decreto 1122/2005, de 26 de septiembre* (BOE de 6 de octubre), modificó el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio, en relación con la cobertura del riesgo de crédito en entidades financieras, y el Real Decreto 1778/2004, de 30 de julio, por el que se establecen obligaciones de información respecto de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea. Esta última modificación se comentará en el epígrafe siguiente.

La razón de dicha modificación radica en que el RD 1777/2004 regulaba las correcciones por la pérdida de valor de los elementos patrimoniales, y la deducibilidad de las dotaciones para la cobertura del riesgo derivado de las posibles insolvencias de los deudores, en consonancia con las normas contenidas en la Circular 4/1991, de 14 de junio, del Banco de España, que regulaba las normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito. Dado que dicha Circular fue derogada por la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, se hizo necesario una revisión del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, para adaptarlo a las nuevas normas contables sobre la cobertura del riesgo de crédito en las entidades financieras.

Así, el Real Decreto 1112/2005 regula las nuevas circunstancias determinantes de la deducción fiscal de las coberturas de crédito, así como su importe. En este sentido, se mantiene como norma general la deducibilidad de todas las dotaciones correspondientes a la cobertura del riesgo de crédito hasta el importe de las cuantías mínimas previstas en la Circular 4/2004 del Banco de España, pero se modifican algunas de las excepciones establecidas. En concreto, se admiten como deducibles las dotaciones que se hubieran practicado en los casos de pérdida o envilecimiento de la garantía, así como las practicadas conforme a lo establecido en la Circular 4/2004. También se añade una nueva categoría de riesgo, el denominado «subestándar», recogido por primera vez en la Circular 4/2004, y se establecen las condiciones de deducibilidad por las dotaciones al mismo.

Finalmente, se añade un nuevo criterio de deducibilidad fiscal para la provisión genérica, incorporando un límite cuantitativo para ella. En este sentido, será deducible el importe de la

cobertura genérica que no corresponda a riesgos contingentes, con el límite del resultado de aplicar el 1% sobre la variación positiva global en el período impositivo de los instrumentos de deuda clasificados como riesgo normal conforme se define en la Circular 4/2004, excluidos los instrumentos de deuda sin riesgo apreciable, los valores negociados en mercados secundarios organizados, créditos cubiertos con garantía real y las cuotas pendientes de vencimiento de contratos de arrendamiento financiero sobre bienes inmuebles.

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA REFERENTE A LAS OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN RESPECTO DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES Y OTROS INSTRUMENTOS DE DEUDA Y DE DETERMINADAS RENTAS OBTENIDAS POR PERSONAS FÍSICAS RESIDENTES EN LA UNIÓN EUROPEA. —El *Real Decreto 1122/2005, de 26 de septiembre* (BOE de 6 de octubre), también modificó el Real Decreto 1778/2004, de 30 de julio, por el que se establecen obligaciones de información respecto de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea, con el fin de incorporar los Acuerdos adoptados por el Consejo ECOFIN en sesión celebrada el día 12 de abril de 2005.

En un principio, el Real Decreto 1778/2004 había transpuesto al ordenamiento jurídico interno la Directiva 2003/48/CE del Consejo, de 3 de junio de 2003, en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses, de forma que el intercambio de información se aplicaría a todas las rentas sujetas a suministro de información que se pagasen o se abonasen a partir del 1 de julio de 2005, con independencia de que se hubieran devengado o no de esa fecha en adelante. Con la incorporación de dichos Acuerdos, a partir de ahora se aplicará a todas las rentas sujetas a suministro de información que se paguen o se abonen a partir de dicha fecha, excluyendo la parte proporcionalmente devengada con anterioridad.

OCTUBRE 2005

MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DE INGRESO EN EL TESORO DE LOS BENEFICIOS DEL BANCO DE ESPAÑA. —El *Real Decreto 1198/2005, de 10 de octubre* (BOE del 11), sobre el régimen de ingreso en el Tesoro Público de los beneficios del BE, consideró adecuado modificar parcialmente el régimen previsto en las normas anteriores, que ahora se extiende a los ejercicios 2005, 2006 y 2007. Las novedades más importantes son las siguientes: por un lado, el segundo ingreso en el Tesoro de los beneficios del Banco de España se retrasa desde el mes de febrero al de marzo; y, por otro, se prevé que se excluyan de los ingresos de los meses de noviembre y de marzo los beneficios que autorice el Consejo de Ministros.

DIRECTIVA RELATIVA A LAS FUSIONES TRANSFRONTERIZAS DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL. —Se publicó la *Directiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005* (DOUE del 25 de noviembre), relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital, con el objeto de establecer disposiciones comunitarias que faciliten la realización de este tipo fusiones llevadas a cabo entre sociedades de capital que pertenecieran a legislaciones de Estados miembros diferentes.

La Directiva se aplicará a las fusiones de sociedades de capital cuando, al menos, dos de ellas estén sujetas a la legislación de Estados miembros diferentes, y tengan su domicilio social, su centro de efectiva administración o su principal establecimiento dentro de la Unión Europea. Por el contrario, no se aplicará en las fusiones transfronterizas en las que participe una sociedad cuyo objeto sea la inversión colectiva de capitales obtenidos del público y cuyo funcionamiento esté sometido al principio de reparto de los riesgos cuyas participaciones, a petición del tenedor de las mismas, se readquieran o se rescaten, directa o indirectamente, con cargo a los activos de dicha sociedad. Además, la Directiva prevé un proyecto común

único destinado a todos los socios de las sociedades que participen en una operación de fusión transfronteriza.

Por último, se prevé que la Comisión revisará la Directiva a la luz de la experiencia adquirida en su aplicación en el plazo de cinco años, y, en caso necesario, propondrá su modificación. Mientras tanto, los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para ajustarse a la Directiva antes del 15 de diciembre de 2007.

CONTROLES DE LA ENTRADA O SALIDA DE DINERO EFECTIVO DE LA UNIÓN EUROPEA. — El *Reglamento 1889/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005* (DOUE del 25 de noviembre), relativo a los controles de la entrada o salida de dinero efectivo de la Comunidad, estableció las normas armonizadas para el control, por las autoridades competentes de los países miembros, de la entrada o salida de dinero efectivo de la Unión Europea.

En consecuencia, el dinero efectivo que entre o salga de la Unión Europea por un importe igual o superior a 10.000 euros, transportado por cualquier persona física, independientemente de que sea o no propietaria del mismo, deberá declararse a las autoridades competentes del Estado miembro a través del cual entra o sale dicho dinero. La información se facilitará por escrito, verbal o electrónicamente, conforme determine el Estado miembro respectivo. No obstante, siempre que lo solicite, el declarante tendrá derecho a facilitar la información por escrito.

Cuando existan indicios de que las cantidades de dinero efectivo guardan relación con una actividad ilegal relacionada con el movimiento de dinero efectivo, aun cuando dicha cantidad sea inferior al umbral establecido, la información obtenida podrá transmitirse a las autoridades competentes de otros Estados miembros. Asimismo, en el caso de que la suma de dinero efectivo guarde relación con el producto de un fraude o con cualquier otra actividad ilegal que afecte adversamente a los intereses financieros de la Comunidad, dicha información se transmitirá también a la Comisión.

Finalmente, el Reglamento faculta a los Estados miembros para que fijen las sanciones que serán aplicables en caso de incumplimiento de la obligación de declarar. Dichas sanciones deberán ser eficaces, proporcionadas y disuasorias, y se comunicarán a la Comisión antes del 15 de junio de 2007, fecha a partir de la cual dicho Reglamento será aplicable en dichos Estados.

DIRECTIVA SOBRE EL BLANQUEO DE CAPITAL Y LA FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO. — La *Directiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre* (DOUE del 25 de noviembre), relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo, actualizó el contenido de la Directiva 91/308/CEE del Consejo, de 10 de junio de 1991, ajustándose a las nuevas recomendaciones del GAFI (que se revisaron y se ampliaron sustancialmente en junio de 2003). Asimismo, la Directiva se aplicará a la mayoría de las entidades y personas señaladas en la norma: las entidades de crédito y el resto de las entidades financieras; los auditores, contables externos y asesores fiscales; los notarios y otros profesionales independientes del Derecho cuando participen en nombre de su cliente y por cuenta del mismo en la concepción o realización de determinadas transacciones sospechosas de actividades ilícitas; los agentes de la propiedad inmobiliaria; otras personas físicas o jurídicas que comercien con bienes únicamente en la medida en que los pagos se efectúen al contado y por importe igual o superior a 15.000 euros; y los casinos. Asimismo, como novedad, se hace extensiva a los intermediarios de seguros de vida y a los proveedores de servicios a sociedades y fideicomisos, con el fin de

evitar que los blanqueadores de dinero y los financiadores del terrorismo utilicen métodos alternativos para encubrir el origen de los productos del delito.

Por otro lado, la Directiva 91/308/CEE, si bien imponía la obligación de identificar a los clientes, contemplaba con relativamente escaso detalle los procedimientos necesarios a tal fin, por lo que la Directiva 2005/60/CE introduce disposiciones más concretas y detalladas en materia de identificación del cliente y de cualquier titular real, así como de la comprobación de su identidad, dada la importancia crucial de este aspecto en la prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, y de conformidad con las nuevas normas internacionales.

La Directiva entrará en vigor en los Estados miembros antes del 15 de diciembre de 2007, informando inmediatamente a la Comisión de que las disposiciones de la presente Directiva se corresponden con las disposiciones nacionales adoptadas.

NOVIEMBRE 2005

SUPERVISIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS.—El *Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre* (BOE del 23), desarrolló la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros, y completó la transposición de la Directiva 2002/87/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de servicios de inversión de un conglomerado financiero.

El Real Decreto asume el nuevo sistema de supervisión adicional diseñado por la Ley al que habrán de sujetarse las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión y las entidades aseguradoras y reaseguradoras, así como las sociedades gestoras de IIC y las entidades gestoras de fondos de pensiones —a las que tanto la Directiva como la Ley se refieren genéricamente como «entidades reguladas»— integradas en un conglomerado financiero. Por otro lado, establece las reglas aplicables a los cálculos necesarios para identificar los conglomerados financieros, tanto en aquellos grupos en los que su entidad dominante es una entidad regulada, como en los que, en su defecto, desarrollan sus actividades principalmente en el sector financiero.

Respecto a las autoridades competentes relevantes en la supervisión de un conglomerado financiero, se establece el siguiente orden de prelación: a) las autoridades competentes españolas o de otros Estados miembros de la Unión Europea que sean responsables de la supervisión en base consolidada de las entidades reguladas de un conglomerado financiero; b) el coordinador designado con arreglo a lo dispuesto en la presente norma en el caso de que sea diferente de las autoridades a que se refiere el párrafo anterior; c) otras autoridades competentes interesadas, cuando lo decidan de común acuerdo las autoridades citadas en los dos párrafos anteriores, y d) si se trata de un conglomerado financiero cuyas entidades reguladas extranjeras no pertenecen a un Estado de la UE: el Banco de España, la CNMV o la Dirección General de Seguros, si en el conglomerado estuviera incluida una entidad de crédito española, una empresa de servicios de inversión española o una entidad aseguradora o reaseguradora española.

En cuanto a la figura del coordinador único (autoridad competente, a quien corresponde el ejercicio y la coordinación de la supervisión adicional del conglomerado), el Real Decreto establece que, cuando la entidad dominante sea una entidad regulada española, la función de coordinador será ejercida por la autoridad competente que tenga encomendadas las funciones de vigilancia y supervisión del grupo consolidable en que aquella se integre o, en su defecto, de la propia entidad considerada individualmente. En los demás casos, la función de coordinador será ejercida por la autoridad competente responsable de la supervisión de la

entidad regulada española con el mayor balance total en el sector financiero más importante. No obstante, este criterio también podrá modificarse de común acuerdo con las autoridades competentes relevantes.

Finalmente, el Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones cooperarán estrechamente entre sí y con las demás autoridades competentes, para identificar los conglomerados financieros en los que, en su caso, estuvieran incluidas entidades españolas. A tal efecto, podrán dirigirse a las entidades reguladas que estén bajo su competencia para recabarles, si no estuviera en su poder, la información necesaria para llevar a cabo dicha identificación.

NUEVO REGLAMENTO DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.—Con la publicación del *Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre* (BOE del 8), se aprobó el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de las instituciones de inversión colectiva (IIC).

Como objetivos básicos del Reglamento, cabe reseñar los siguientes: la flexibilización del marco de actuación de las IIC; el incremento de la protección de los inversores, y la mejora del régimen de intervención administrativa. Además, actualiza el régimen tributario de las IIC, a la vez que se deroga el anterior Reglamento, recogido en el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre. Por último, completa la transposición al ordenamiento jurídico español de las Directivas 2001/107/CE y 2001/108/CE.

Respecto a la flexibilización del marco de actuación de las IIC, el Reglamento pretende que los inversores tengan una gama más extensa de productos en los que invertir, ampliando las vocaciones o especialidades de las IIC. Se mantiene la diferenciación anterior, esto es, las de carácter financiero y las de carácter no financiero, pero se establece una nueva tipología de entidades con el fin de evitar obstáculos innecesarios a las posibilidades de inversión y de actuación de las IIC españolas. Entre las nuevas vocaciones hay que destacar, en primer lugar, la creación de los fondos de inversión por compartimentos, especificando el régimen de distribución de costes, obligaciones y gastos entre los distintos compartimentos. Del mismo modo, se podrán crear sociedades de inversión por compartimentos en las que bajo un único contrato constitutivo y estatutos sociales se agrupan dos o más compartimentos.

Otra novedad del Reglamento lo constituyen las IIC de inversión libre. Se trata de recoger en el ordenamiento jurídico español la figura de los conocidos comúnmente como «*hedge funds*» o fondos de gestión alternativa, caracterizados por la gran libertad de su política de inversión y una mayor flexibilidad en el cumplimiento de los requisitos de información y liquidez. Este régimen excepcional se justifica al tratarse de instituciones que se dirigen a un tipo de inversor cualificado y al que, por tanto, se puede permitir una mayor libertad en su capacidad de elección. También se regulan las IIC de inversión libre que permiten el acceso del inversor minorista a las IIC de inversión libre, a las que, al igual que en el caso anterior, se les exceptúa del cumplimiento de gran parte de los requisitos de actuación aplicables al resto de la IIC de carácter financiero. Finalmente, se regulan los fondos de inversión cotizados (conocidos como «*Exchange Traded Funds*» o ETF) cuyo objetivo es crear fondos semejantes a los fondos índice regulados en la normativa anterior, que se diferencian de estos al permitir la adquisición o venta de la participación no solo una vez al día, sino durante todo el período diario de negociación en la correspondiente bolsa de valores.

En las IIC de carácter financiero, se amplía la política de inversión: se autoriza, entre otros, la inversión en depósitos bancarios, otras instituciones de inversión colectiva, instrumentos financieros derivados y activos del mercado monetario no cotizados.

En las IIC inmobiliarias se incluyen, como novedad, las inversiones en una sociedad cuyo activo esté constituido no solo por un bien inmueble, sino por más de uno, siempre que dichos inmuebles sean objeto de arrendamiento. También es novedoso la unificación de los límites para la inversión en compra sobre plano y compromiso de compra en un único límite del 40% del patrimonio de la institución (antes era el 20% del activo en cada caso).

En cuanto a la protección del inversor, el Reglamento regula, de forma especial, las comisiones aplicables a los fondos de inversión. Al igual que en el Reglamento anterior, la comisión de gestión se podrá establecer en función de su patrimonio, de sus rendimientos o de ambas variables. Sin embargo, en los fondos de inversión de carácter financiero constituye una importante novedad el establecimiento de las comisiones de gestión que se calculan en función de los resultados del fondo, con el objeto de que el partícipe solo tenga que satisfacer esta comisión en función de los resultados realmente conseguidos.

Un elemento clave para garantizar la protección de los inversores son las obligaciones de información de las IIC, que se desarrollan con sumo detalle en este Reglamento, al exigir que estas instituciones sean suficientemente transparentes. En este sentido, las IIC deberán publicar para su difusión entre los partícipes, accionistas y público en general un folleto completo, un folleto simplificado, un informe anual, un informe semestral y dos informes trimestrales, que se detallan sucintamente en la norma, con el fin de que, de forma actualizada, sean públicamente conocidas todas las circunstancias que pueden influir en la determinación del valor del patrimonio y las perspectivas de la institución, en particular, los riesgos inherentes que comporta, así como el cumplimiento de la normativa aplicable.

Destaca el establecimiento de un régimen de cálculo del valor liquidativo y de reembolsos y suscripciones para evitar el uso de prácticas inadecuadas que permitan realizar arbitraje o especulación contra el fondo. Para ello se exige que el valor liquidativo aplicable a las suscripciones y reembolsos sea el del mismo día del de la solicitud, o el del día siguiente. El folleto simplificado deberá indicar el procedimiento de suscripción y reembolso de participaciones para asegurar que las órdenes de suscripción y reembolso se aceptarán por la SGIC solo cuando se hayan solicitado en un momento en el que el valor liquidativo aplicable resulte desconocido para el inversor y resulte imposible de estimar de forma cierta.

Finalmente, en lo que se refiere a la mejora del régimen administrativo, el Reglamento establece una importante novedad que contribuirá a dotar de una mayor agilidad a estos procedimientos en el caso de los fondos de inversión, al crearse un procedimiento simplificado de autorización e inscripción en el correspondiente registro de la CNMV, estableciendo un plazo máximo de 3 meses para la constitución e inscripción en el registro.

Otro apartado destacable son las normas dirigidas a garantizar la transparencia y el control de las operaciones vinculadas. En concreto, deberán ser aprobadas por el consejo de administración, conforme a determinadas reglas de actuación, las operaciones vinculadas que se lleven a cabo entre las SGIC y las sociedades de inversión que no hubieran delegado la gestión de sus activos en otra entidad, y quienes desempeñen en ellas cargos de administración y dirección, cuando representen un volumen de negocio significativo.

Asimismo, el Reglamento fortalece la exigencia de separación entre sociedad gestora y depositario mediante el establecimiento de una serie de normas para aquellos casos en los que ambas entidades pertenecen al mismo grupo. Para garantizar la independencia en el ejercicio de sus respectivas funciones, el Reglamento exige, entre otras normas de separación, que se cree una comisión independiente que controle su cumplimiento.

INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y LA MANIPULACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES (ABUSO DE MERCADO).—La transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003 , sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado), se completó mediante el *Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre* (BOE del 23), por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio , del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado.

La norma considera información privilegiada toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros, o a uno o varios emisores de los citados valores o instrumentos, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, pudiera influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización. También tiene dicha consideración toda información transmitida por un cliente en relación con sus propias órdenes pendientes, que sea de carácter concreto, y que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores de valores o instrumentos financieros, o a uno o varios valores o instrumentos, y que, de hacerse pública, pudiera tener repercusiones significativas en la cotización de dichos valores (o instrumentos financieros).

La norma detalla aquellas prácticas que pueden falsear la libre formación de los precios, es decir, que pueden constituir manipulación de mercado, como son, entre otras, las siguientes: a) la actuación de una persona o de varias concertadamente para asegurarse una posición dominante sobre la oferta o demanda de un valor o instrumento financiero con el resultado de la fijación, de forma directa o indirecta, de precios de compra o de venta o de otras condiciones no equitativas de negociación; b) la venta o la compra de un valor o instrumento financiero en el momento de cierre del mercado con el efecto de inducir a error a los inversores que actúan basándose en las cotizaciones de cierre; c) aprovecharse del acceso ocasional o periódico a los medios de comunicación tradicionales o electrónicos exponiendo una opinión sobre un valor o instrumento financiero o, de modo indirecto, sobre su emisor, después de haber tomado posiciones sobre ese valor o instrumento financiero y haberse beneficiado, por lo tanto, de las repercusiones de la opinión expresada sobre el precio de dicho valor o instrumento financiero, sin haber comunicado simultáneamente ese conflicto de interés a la opinión pública de manera adecuada y efectiva.

A los efectos de determinar si una conducta constituye o no una práctica que falsee la libre formación de precios, es decir, manipulación de mercado, la CNMV se asegurará de que se tengan en cuenta determinados indicios que se detallan en la norma, sin perjuicio de aquellos otros que la CNMV pueda fijar en el futuro. Además, se le habilita para establecer una relación y descripción no exhaustiva de prácticas de mercado concretas expresamente aceptadas o rechazadas a estos efectos.

Respecto a las obligaciones de los emisores en materia de información relevante, los emisores de valores están obligados a difundir inmediatamente al mercado, mediante comunicación a la CNMV, toda información u hecho relevante. Asimismo, cuando se produzca un cambio significativo en la información relevante que se haya comunicado, habrá de difundirse inmediatamente al mercado de la misma manera. Los emisores difundirán a través de su sitio web el contenido de tales comunicaciones. Los emisores no podrán combinar, de manera que pueda resultar engañosa, la difusión de información relevante al mercado con la comercialización de sus actividades.

Cuando los valores de un emisor estén admitidos a cotización en uno o varios mercados regulados en la Unión Europea, el emisor deberá, de manera diligente, tratar de asegurarse de que la comunicación de la información relevante se efectúe de la forma más sincronizada

posible entre todas las categorías de inversores de todos los Estados miembros en los que el emisor haya solicitado o acordado la admisión a cotización de esos valores.

En el caso de que el emisor o una persona que actúe en su nombre revele información relevante en el normal ejercicio de su trabajo, profesión o funciones, deberá hacerla pública en su integridad, y de forma rápida.

Cuando el emisor tenga su domicilio social en España, sus administradores y directivos, así como las personas que tengan un vínculo estrecho con estos, habrán de comunicar a la CNMV todas las operaciones realizadas sobre acciones del emisor admitidas a negociación en un mercado regulado o sobre derivados u otros instrumentos financieros ligados a dichas acciones. La comunicación habrá de efectuarse en los cinco días hábiles siguientes a aquel en el que tenga lugar la transacción.

En el apartado de recomendaciones de inversión y conflictos de interés, el Real Decreto establece una serie de normas que deben observarse para una presentación imparcial de las recomendaciones y para informar sobre los conflictos de interés. Además, las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito habrán de revelar de forma general las normas de sus reglamentos internos de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información.

Por último, el Real Decreto establece las normas generales para la difusión de las recomendaciones cuando las mismas hayan sido elaboradas por un tercero, y las obligaciones adicionales que en tal difusión deben observar las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito.

MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES: ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN DE VALORES, OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA Y FOLLETOS EXIGIBLES.— El *Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre* (BOE del 16), desarrolló parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, con el fin de completar la transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva 2003/71/CE, así como incorporar los artículos vigentes de la Directiva 2001/34/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001. Asimismo, derogó, entre otros, el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

Además, haciendo uso de la habilitación del Real Decreto Ley 5/2005, también publicó la *Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre* (BOE del 16), por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, derogando, entre otros, la Orden de 12 de julio de 1993, sobre folletos informativos.

Por su parte, el Decreto pretende simplificar y reducir los costes de emisión de valores y ofertas públicas, ya sean de venta o suscripción, y eliminar los requisitos registrales, financieros o mercantiles que no tengan justificación para la protección del consumidor o el correcto funcionamiento del mercado. En concreto, presenta las siguientes novedades:

En primer lugar, desarrolla reglamentariamente el reconocimiento del denominado pasaporte comunitario para los folletos aprobados en la Unión Europea. Así, el folleto aprobado en un Estado miembro, conforme a la Directiva, será válido para la admisión a negociación en cualquier mercado regulado de la Unión Europea. Únicamente se exigirá que el supervisor que autorice el folleto lo notifique a aquellos supervisores de acogida.

En segundo lugar, el emisor de valores tiene libertad de elección de la autoridad competente para autorizar el folleto cuando se trate de una oferta pública o solicitud de admisión a negociación de ciertas categorías de valores: todos los valores, distintos de acciones, cuyo nominal sea igual o superior a 1.000 euros.

También completa el régimen de responsabilidad exigible por omisiones o falsedades en la información contenida en los folletos, por lo que aumenta la integridad, transparencia y seguridad jurídica del mercado de valores español. Finalmente, se amplía la definición sobre quiénes son considerados inversores cualificados, cuya principal novedad es que pueden ser personas físicas, y se exige un registro de esos inversores. Así, las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito elaborarán un registro de inversores cualificados, que incluirá a todas aquellas personas y entidades que lo hayan solicitado.

ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO Y SUS SOCIEDADES GESTORAS.—Se reformó el régimen de las entidades de capital-riesgo mediante la publicación de la *Ley 25/2005, de 24 de noviembre* (BOE del 25), reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, derogando la Ley 1/1999, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. Los objetivos de esta norma son tres: agilización del régimen administrativo de las entidades de capital-riesgo, flexibilización de las reglas de inversión e introducción de la operativa aceptada en los países más avanzados.

Respecto a la flexibilización del régimen administrativo de estas entidades, se introducen medidas como la distinción entre las entidades de régimen común y régimen simplificado en función de la apertura de las entidades que implica un trato administrativo diferenciado. En esta misma línea, se flexibiliza el régimen de los plazos y se mejora el régimen del silencio administrativo para los procedimientos de autorización de constitución y los de modificación de sus estatutos y reglamentos de gestión de estas entidades. También se acomete una importante racionalización de las competencias en la materia, atribuyendo a la CNMV, como supervisor del capital-riesgo, el grueso de las competencias de autorización que se contienen en la norma.

Junto a ello, la reforma busca también aportar flexibilidad a la actividad mediante la introducción de figuras financieras que son comunes en la práctica de los países de nuestro entorno y que estaban limitadas por la anterior regulación. De este modo, se amplía el ámbito de asesoramiento de las entidades y de sus sociedades gestoras, si bien se circunscribe a empresas que sean objetivo de la inversión de las entidades.

Por otro lado, se permite la posibilidad de que las entidades de capital-riesgo tomen participaciones de empresas no financieras que coticen en el primer mercado con la finalidad de excluirlas de la cotización, de modo que se les impone la obligación de que la excluyan de la cotización en un plazo determinado. Asimismo, se ofrece la posibilidad de que estas entidades inviertan en otras entidades de capital-riesgo dentro de unos límites. Junto a lo anterior, y con el mismo objetivo de reducir el riesgo, se introducen figuras de diversificación de la inversión, como son los fondos y sociedades que fundamentalmente inviertan en entidades de capital-riesgo. Esta figura está ideada para atraer el capital-riesgo al inversor minorista. Con estos elementos, sin duda, se aportan al sector nuevas e importantes herramientas que facilitarán su actividad de inversión productiva.

Al igual que la normativa anterior, las entidades de capital-riesgo pueden adoptar la forma jurídica de sociedades de capital-riesgo o de fondos de capital-riesgo. Al mismo tiempo, dichas entidades pueden ser de dos clases: de régimen común o de régimen simplificado.

Las entidades de régimen simplificado deben reunir las siguientes características: a) la oferta de acciones o participaciones debe realizarse con carácter estrictamente privado, esto es, sin actividad publicitaria; b) debe realizarse con un compromiso mínimo de inversión de 500.000 euros exigible a cada inversor, y c) debe contar con un número de accionistas o partícipes igual o inferior a 20, aunque no se tendrán en cuenta, en su caso, los inversores institucionales ni aquellos que sean administradores, directivos o empleados de la sociedad de capital-riesgo o de la sociedad gestora de la entidad de capital-riesgo.

Por su parte, las entidades de régimen común son las que no reúnan alguna de las características antes señaladas.

En cuanto a las condiciones de acceso y ejercicio de la actividad, son similares a la normativa anterior en lo que se refiere a las entidades de capital-riesgo de régimen común. En el caso de las entidades de capital-riesgo de régimen simplificado, existen ciertas excepciones que se detallan en la norma, como, por ejemplo, que el proyecto constitutivo deberá hacer mención de la intención de sujetarse a las normas de las entidades de régimen simplificado.

La nueva normativa de las sociedades de capital-riesgo presenta escasas variaciones respecto a la anterior, manteniéndose el capital social suscrito mínimo en 1.200.000 euros. Como novedad, esta Ley reseña la valoración del patrimonio y determinación del valor liquidativo de las acciones de las sociedades de capital-riesgo, siendo el valor del patrimonio el resultado de deducir de la suma de sus activos reales las cuentas acreedoras. Asimismo, el valor de cada acción será el resultado de dividir el patrimonio neto de la sociedad por el número de acciones en circulación. Finalmente, recoge los casos de transformación, fusión, escisión y demás operaciones societarias, que requerirán aprobación previa de la CNMV.

Respecto a la fusión de fondos de capital-riesgo, ya sea mediante la absorción, ya sea con la creación de un nuevo fondo, será previamente autorizada por la CNMV, debiendo presentar previamente un proyecto de fusión que varía en función de si se trata de fondos de régimen común o de régimen simplificado.

En cuanto a las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (en adelante, SGECR), se mantiene la misma normativa, de forma que el capital social mínimo inicial continúa siendo de 300.000 euros. Las funciones de las SGECR son las mismas que las establecidas en la anterior normativa. Como novedad, se recogen los supuestos en los que la autorización podrá ser revocada por el ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV. También se recoge, por primera vez, la delegación de su gestión. En este caso, previa autorización de la CNMV, las SGECR podrán subcontratar a una tercera entidad parte de la gestión de los activos de los fondos de capital-riesgo que gestionan y de las sociedades de capital-riesgo que administren, sin que la responsabilidad de sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo se vea afectada por ello, aunque serán solidariamente responsables ante los partícipes o accionistas de los perjuicios que se pudieran derivar de la actuación de la otra entidad.

Otro de los pilares de la reforma es la flexibilización de las reglas de inversión de las entidades de capital-riesgo.

Finalmente, respecto a los incumplimientos temporales de las inversiones, se mantienen los mismos períodos anteriores. Como novedad, se contempla que cuando se produzca una ampliación de capital en una sociedad de capital-riesgo, que no venga exigida por imperativo legal, o una nueva aportación de recursos a los fondos de capital-riesgo, se podrán incumplir

temporalmente los coeficientes indicados anteriormente durante los tres años siguientes a la ampliación o a la nueva aportación.

FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS: DERECHOS DE CRÉDITO FUTUROS.—La *Orden EHA/3536/2005, de 10 de noviembre* (BOE del 16), tuvo como finalidad determinar de manera específica los tipos de derechos de crédito futuros que se podrían incorporar a un fondo de titulización de activos (FTA), precisar las condiciones de la cesión de estos, y habilitar de forma expresa a la CNMV para que dictara las reglas específicas en materia de contabilidad y de obligaciones de información de los fondos de titulización de activos y sus sociedades gestoras.

La Orden establece que podrán incorporarse a un FTA, entre otros, los siguientes derechos de crédito futuros: a) el derecho del arrendador al cobro de las cantidades debidas en virtud del contrato de arrendamiento; b) los frutos o productos derivados de todos o alguno de los derechos de explotación de una obra o prestación protegida, o los frutos o productos derivados de la explotación del diseño industrial, de una patente o de un modelo de utilidad; c) el derecho de crédito futuro que corresponda por los ingresos derivados de préstamos, créditos u otro tipo de financiaciones; y d) el valor económico de los usufructos y otros derechos reales.

Para ello, deben cumplir una serie de condiciones: 1) la cesión de los derechos de crédito futuros ha de ser plena e incondicionada; 2) la escritura de constitución del fondo de titulización deberá indicar los términos del acuerdo o la actividad en virtud de la cual se vayan a generar los derechos de crédito futuros, así como las facultades del cedente sobre dichos derechos de crédito objeto de cesión, y 3) la escritura de constitución del fondo de titulización deberá asimismo contener los términos de la cesión plena e incondicionada de los derechos de crédito futuros, con referencia explícita al plazo y al reparto entre cedente y cesionario de los riesgos inherentes a los mismos.

Finalmente, conforme a lo previsto en el Real Decreto 926/1998, la Orden habilita a la CNMV para dictar reglas específicas relativas a la contabilidad, al formato y contenido de las cuentas anuales y los informes de gestión de los fondos, al alcance y contenido de los informes especiales de auditores u otros expertos independientes, y a las obligaciones de información de los FTA y sus gestoras.

TRANSPOSICIÓN DE DIVERSAS DIRECTIVAS COMUNITARIAS EN MATERIA DE FISCALIDAD.—La *Ley 22/2005, de 18 de noviembre* (BOE de 19), incorporó a la regulación española diversas directivas comunitarias en materia de fiscalidad de productos energéticos y electricidad, así como el régimen fiscal común aplicable a las sociedades matrices y filiales de estados miembros diferentes, y el régimen fiscal de las aportaciones transfronterizas a fondos de pensiones en el ámbito de la Unión Europea.

A continuación se hace un sucinto análisis de los aspectos más relevantes de la norma en el ámbito financiero.

Respecto al régimen fiscal común aplicable a las sociedades matrices y filiales de estados miembros diferentes, la *Ley 22/2005* llevó a cabo la transposición de la Directiva 2003/123/CE mediante la modificación del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo. De este modo, con efectos desde el pasado 1 de enero de 2005, tendrá la consideración de sociedad matriz aquella entidad que posea en el capital de otra sociedad (denominada sociedad filial) una

participación directa de, al menos, el 20% (antes era el 25%). Dicho porcentaje será el 15% a partir del 1 de enero de 2007 y el 10% a partir del 1 de enero de 2009.

En cuanto al régimen fiscal de las aportaciones transfronterizas a fondos de pensiones en el ámbito de la Unión Europea, la Ley 22/2005 reguló el régimen fiscal de las aportaciones transfronterizas a fondos de pensiones en el ámbito de la Unión Europea mediante una serie de modificaciones en el texto refundido de la Ley del IRPF, aprobado por el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, y en el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, con el fin de posibilitar con efectos desde el pasado 1 de enero de 2005 que las aportaciones efectuadas a fondos de pensiones de otros Estados miembros tengan el mismo tratamiento fiscal que las realizadas a fondos de pensiones españoles, y, por lo tanto, que puedan ser deducibles en la imposición personal en las mismas condiciones y circunstancias que si se hicieran a instituciones domiciliadas en España.

Finalmente, la Ley 22/2005 aprovechó para añadir una nueva disposición adicional séptima a la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, en la que se establece que ningún tribunal ni autoridad administrativa podrá dictar providencia de embargo ni despachar mandamiento de ejecución contra los bienes y derechos patrimoniales pertenecientes al Banco de España, o poseídos o gestionados por el mismo, cuando se encuentren materialmente afectos al ejercicio de funciones públicas o al desenvolvimiento de potestades administrativas.

LA SOCIEDAD ANÓNIMA EUROPEA DOMICILIADA EN ESPAÑA. — La Ley 19/2005, de 14 de noviembre (BOE del 15), sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España (en adelante, SE), tenía como objeto adaptar el Reglamento (CE) 2157/2001 del Consejo, de 8 de octubre de 2001, por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea, respecto de las sociedades europeas que se domicilien en España.

La Ley introduce esta normativa añadiendo un nuevo capítulo al texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, a fin de ofrecer aquellas precisiones indispensables que exige el Reglamento para la plena operatividad de la misma, incorporando, además, los mecanismos de tutela de los intereses particulares de socios y de acreedores y los mecanismos de tutela y de interés público que se han juzgado más adecuados en la fase actual de la progresiva construcción de la Unión Europea.

Por último, la norma aprovecha, entre otros aspectos, para introducir algunas modificaciones en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en lo referente a las sociedades cotizadas.

DICIEMBRE 2005

PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2006. — Como es habitual en el mes de diciembre de cada año, se publicó la Ley 30/2005, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2006 (BOE del 30). Por segundo año consecutivo desde 1993, el Gobierno ha optado por remitir a las Cortes únicamente la Ley de Presupuestos, ya que era práctica habitual que su tramitación fuera acompañada de la denominada Ley de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social.

Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados de carácter monetario, financiero y fiscal: una de las disposiciones adicionales de la Ley de Presupuestos fija el capital del Banco de España en 1.000 millones de euros. El aumento del capital desde la cifra actual (5 millones de euros) hasta la antes mencionada se realizará con cargo a los beneficios que el Banco de España registre a 31 de diciembre de 2005.

En materia de deuda del Estado, se establece la autorización al Gobierno respecto al incremento del saldo vivo de la deuda del Estado a 31 de diciembre. Así, para el ejercicio del año 2006 se le autoriza para que incremente la misma, con la limitación de que el saldo vivo de dicha deuda a 31 de diciembre del año 2006 no supere el correspondiente a primeros de año en más de 14.082 millones de euros, permitiéndose que dicho límite sea sobrepasado durante el curso del ejercicio previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda y estableciendo los supuestos en que quedará automáticamente revisado.

En el ámbito fiscal, y por lo que se refiere al IRPF, la principal medida que se adopta es la actualización de la tarifa del impuesto, en sus dos escalas, la estatal y la autonómica o complementaria. Además, a efectos del cálculo de las ganancias patrimoniales, derivadas de bienes inmuebles, se incluye la actualización de los coeficientes correctores del valor de adquisición al 2%.

En el ámbito del impuesto de sociedades, las medidas incluidas son, al igual que en el IRPF, aquellas de vigencia anual a las que se refiere la Ley del Impuesto sobre Sociedades. 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 2006. Finalmente, en materia de tributos locales se actualizan los valores catastrales de los bienes inmuebles en un 2%.

Otras disposiciones de índole económica se refieren al interés legal del dinero y al interés de demora, que se mantienen en sus actuales niveles, es decir, el 4% y el 5%, respectivamente.

INSTRUMENTOS Y PROCEDIMIENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA. — Se publicó la *Orientación BCE/2005/17 del Banco Central Europeo, de 30 de diciembre* (DOUE de 2 de febrero), por la que se modifica la *Orientación BCE/2000/7, del Banco Central Europeo, de 31 de agosto de 2000*, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, en especial, en lo referente a los criterios de selección de los activos de garantía de la lista uno y dos.

La Orientación mantiene sustancialmente los criterios mínimos de selección de los activos de garantía de la lista uno. En concreto, continúa admitiéndose que dichos activos deben ser instrumentos de renta fija que tengan: a) un principal fijo no sometido a condiciones, y b) un cupón que no pueda dar lugar a un flujo financiero negativo. Además, el cupón debe ser cupón cero, cupón fijo, o un cupón variable ligado a un tipo de interés de referencia. Por otra parte, siguen aceptándose los bonos indicados con la inflación, y sus características deben mantenerse hasta que se amortice la obligación. No obstante, la Orientación clarifica que los bonos de titulización podrán ser seleccionados como activos de garantía, a pesar del requisito de la letra a) citado anteriormente, ya que la propia naturaleza de los bonos de titulización permite que su principal pueda estar sometido a condiciones. El Eurosistema determinará la admisión de los bonos de titulización distintos de los instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief, teniendo ciertos criterios que se especifican en la norma.

La Orientación también introduce idéntica novedad en los criterios mínimos de selección de los activos de la lista dos. Por último, los BCN remitirán al BCE, a más tardar el 1 de marzo de 2006, información detallada de los textos y mecanismos mediante los cuales se propongan dar cumplimiento a la presente Orientación, que será de aplicación desde el 1 de mayo de 2006.

NUEVOS FICHEROS CON DATOS DE CARÁCTER PERSONAL GESTIONADOS POR EL BANCO DE ESPAÑA. — La *CBE 4/2005, de 23 de diciembre* (BOE de 16 de enero), actualizó la *CBE 2/2005, de 25 de febrero*, sobre ficheros automatizados con datos de carácter personal gestionados por el Banco de España. Dicha actualización consiste en la inclusión de la descripción de un nuevo fichero, denominado «Expedientes de la Central de Información de Riesgos», y la modificación de las descripciones actuales correspondientes al fichero «Central de Información de Riesgos» y al fichero «Tasadores más activos por valor de tasación de las sociedades y servicios de tasación», que, además, cambia su nombre, para pasar a denominarse «Tasadores más activos y principales clientes de las sociedades y servicios de tasación». Tanto el fichero que se crea como los dos que se modifican se describen detalladamente en el anejo de esta Circular.

ENERO 2006

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE EL AÑO 2006 Y ENERO DE 2007. — Como viene siendo habitual en estas fechas, se publicó la *Orden EHA/4247/2005, de 30 de diciembre* (BOE del 16 de enero), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2006 y enero de 2007 y se delegan determinadas facultades en el director general del Tesoro y Política Financiera, y dos *Resoluciones de 17 de enero de 2006*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE de 27 de enero y de 24 de enero, respectivamente), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publica el calendario de subastas para el año 2006 y el mes de enero de 2007.

En sentido amplio, se mantienen las condiciones y los procedimientos de emisión vigentes en años anteriores.

Respecto a las letras del Tesoro, para el año 2006 se mantienen, básicamente, los criterios y procedimientos de emisión vigentes en años anteriores, al igual que la obligación de elaborar un calendario anual de subastas, para su publicación en el BOE. Asimismo, continúan las de letras a doce y a dieciocho meses, pero se suspenden las de letras a seis meses, debido a la moderación en el volumen total a emitir, lo que aconseja reducir el número de plazos de emisión, del mismo modo que ocurrió en el año 2005, en el que se suprimió el plazo de tres 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.

En cuanto a los bonos y obligaciones del Estado, durante 2006 los criterios y procedimientos de emisión serán, básicamente, los vigentes en 2005, manteniéndose la obligación de elaborar el calendario anual de subastas, para su publicación en el BOE. En él se señalarán las fechas de las subastas, determinándose el plazo de los bonos y obligaciones que se van a poner en oferta trimestralmente en función de las condiciones de los mercados y del desarrollo de las emisiones durante el año. No obstante, si las condiciones del mercado o las necesidades de financiación así lo aconsejaran, el Tesoro podrá decidir, en la Resolución mensual en la que se disponen las emisiones de bonos y obligaciones para el mes siguiente, no emitir en alguno de los plazos que, a título indicativo, se hubiesen fijado en el calendario trimestral antes citado.

PROGRAMA DE PROTECCIÓN DEL EURO CONTRA LA FALSIFICACIÓN DE MONEDA. — Conforme al informe presentado el 30 de noviembre de 2004 por la Comisión Europea al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la eficiencia y la eficacia del programa de acción en materia de intercambios, asistencia y formación para la protección del euro contra la falsificación de moneda, se publicó la *Decisión del Consejo, de 30 de enero de 2006* (DOUE de 8 de febrero), que modifica y prorroga la *Decisión 2001/923/CE del Consejo, de 21 de diciembre*,

por la que se establece un programa de acción en materia de intercambios, asistencia y formación para la protección del euro contra la falsificación de moneda (Programa Pericles), al menos, hasta el 31 de diciembre de 2006.

FEBRERO 2006

CUENTAS DEL TESORO PÚBLICO FUERA DEL BANCO DE ESPAÑA.— Conforme a la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria, se publicó la *Orden EHA/333/2006, de 9 de febrero* (BOE del 15), por la que se establecen los supuestos en los que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera podrá autorizar la apertura, fuera del Banco de España, de cuentas de situación de fondos del Tesoro Público en entidades de crédito.

MARZO 2006

No hubo regulación financiera relevante.

2 Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación

MATERIAS	FECHA NORMA	BOLETÍN ECONÓMICO
1 SEBC, BCE Y BANCO DE ESPAÑA		
a) Política monetaria		
Modificación del Sistema TARGET: actualización del sistema de acceso para los nuevos Estados miembros participantes	21.1.2005	Abr 2005
Exigencias de información de las estadísticas monetarias, bancarias, y de las finanzas públicas	15.1.2005 17.2.2005	Jul-ago 2005 Jul-ago 2005
Modificación de las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria	4.3.2005	Jul-ago 2005
Modificación de la normativa sobre la gestión de activos exteriores de reserva	11.3.2005	Jul-ago 2005
Instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	30.12.2005	Abr 2006
b) Otras áreas		
Modificación del régimen de ingreso en el Tesoro de los beneficios del Banco de España	10.10.2005	Ene 2006
Cuentas del Tesoro Público fuera del Banco de España	9.2.2006	Abr 2006
Nuevos ficheros con datos de carácter personal gestionados por el Banco de España	23.12.2005	Abr 2006
2 ENTIDADES FINANCIERAS		
Supervisión de los conglomerados financieros	22.4.2005 11.11.2005	Jul-ago 2005 Ene 2006
3 ENTIDADES DE CRÉDITO		
Saneamiento y liquidación de las entidades de crédito	22.4.2005	Jul-ago 2005
Modificación de la normativa sobre determinación y control de los recursos propios mínimos	30.6.2005	Oct 2005
4 OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS		
a) Sociedades y agencias de valores		
Régimen de la inversión de los saldos de las cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio que mantengan con sus clientes	18.3.2005	Jul-ago 2005
b) Instituciones de inversión colectiva		
Nuevo Reglamento	4.11.2005	Ene 2006
c) Otras instituciones		
Sociedad Española de Sistemas de Pago, SA: la gestión del Sistema Nacional de Compensación Electrónica	30.6.2005	Oct 2005
Entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras	24.11.2005	Ene 2006
Sociedades gestoras de fondos de titulización de activos: obligación de suministro de información	23.6.2005	Jul-ago 2005
Fondos de titulización de activos: derechos de crédito futuros	10.11.2005	Ene 2006
5 MERCADO DE VALORES		
a) Mercado de deuda pública		
Condiciones de emisión para el año 2005 y enero de 2006	25.1.2005 28.1.2005	Abr 2005 Abr 2005
Nueva regulación de los creadores de mercado de la deuda del Estado	20.7.2005	Oct 2005
Condiciones de emisión durante el año 2006 y enero de 2007	30.12.2005 17.1.2006	Abr 2006 Abr 2006
b) Mercados de valores privados		
Modificación de los modelos de información pública periódica de las entidades emisoras de valores, e información relativa a operaciones con partes vinculadas	1.4.2005	Jul-ago 2005
Informe anual de gobierno corporativo y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores	21.4.2005	Jul-ago 2005
Información privilegiada y la manipulación de los mercados de valores (abuso de mercado)	11.11.2005	Ene 2006
Mercados secundarios oficiales: admisión a negociación de valores, ofertas públicas de venta y folletos exigibles	4.11.2005	Ene 2006

MATERIAS	FECHA NORMA	BOLETÍN ECONÓMICO
6 LEGISLACIÓN FINANCIERA DE LA UNIÓN EUROPEA		
Directiva relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canjes de acciones	17.2.2005	Abr 2005
Nueva estructura organizativa de los comités de servicios financieros	9.3.2005	Abr 2005
Directiva relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital	26.10.2005	Ene 2006
Controles de la entrada o salida de dinero efectivo de la Unión Europea	26.10.2005	Ene 2006
Directiva sobre el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo	26.10.2005	Ene 2006
Programa de protección del euro contra la falsificación de moneda	30.1.2006	Abr 2006
7 NORMAS FISCALES Y OTRAS MATERIAS		
Medidas de prevención del blanqueo de capitales: modificación del Reglamento	21.1.2005	Abr 2005
Procedimiento de aplicación de las directivas de la Comunidad Europea sobre intercambio de información tributaria	11.2.2005	Abr 2005
Reformas para el impulso a la productividad	11.3.2005	Abr 2005
	18.11.2005	Ene 2006
Revisión del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades para adaptarlo a las nuevas normas contables sobre la cobertura del riesgo de crédito en las entidades financieras	26.9.2005	Oct 2005
Modificación de la normativa referente a las obligaciones de información respecto de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea	26.9.2005	Oct 2005
Transposición de diversas directivas comunitarias en materia de fiscalidad	18.11.2005	Ene 2006
La sociedad anónima europea domiciliada en España	14.11.2005	Ene 2006
Presupuestos Generales del Estado para el año 2006	29.11.2005	Ene 2006

ÍNDICES

Índice de cuadros

Cuadro 1.1	Principales indicadores de la economía española	22
Cuadro 2.1	Principales indicadores macroeconómicos	47
Cuadro 3.1	Principales indicadores macroeconómicos del área del euro	79
Cuadro 3.2	Indicadores de aspectos estructurales de la UEM	91
Cuadro 4.1	Principales operaciones no financieras de las AAPP	109
Cuadro 4.2	Consumo y formación bruta de capital fijo por sectores institucionales	114
Cuadro 4.3	Márgenes de exportación	140
Cuadro 4.4	Indicadores de convergencia real	146
Cuadro 5.1	Operaciones financieras de las sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	155
Cuadro 5.2	Operaciones financieras de la nación	157
Cuadro 5.3	Emisiones y ofertas públicas de valores negociables	161
Cuadro 5.4	Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados	164
Cuadro 5.5	Entidades de crédito. Estructura de balance y cuenta de resultados	168
Cuadro 5.6	Fondos captados por otros intermediarios financieros	170
Cuadro 6.1	Entidades supervisadas por el Banco de España	190
Cuadro 6.2	Escritos de requerimientos y recomendaciones a entidades supervisadas	191
Cuadro 6.3	Materia de los escritos dirigidos a entidades supervisadas	191

Índice de gráficos

Gráfico 1.1	PIB, consumo privado, empleo y formación bruta de capital fijo	20
Gráfico 1.2	PIB per cápita de España con respecto a la UE	24
Gráfico 1.3	Evolución de la inflación y de su diferencial con la UEM	26
Gráfico 1.4	Indicadores de competitividad de la economía española	29
Gráfico 2.1	Crecimiento del PIB mundial y precios de materias primas	46
Gráfico 2.2	Precios de consumo. Índice general e inflación subyacente	50
Gráfico 2.3	Mercados financieros	51
Gráfico 2.4	Balanza por cuenta corriente, saldo del sector público, tipos de cambio y reservas internacionales	52
Gráfico 2.5	Capacidad (+) y necesidad (-) de financiación global	53
Gráfico 2.6	Financiación exterior de las economías emergentes	54
Gráfico 2.7	Estados Unidos. Indicadores del sector real y financiero	60
Gráfico 2.8	Japón. Indicadores de producción y precios	63
Gráfico 2.9	Economías emergentes. Principales indicadores macroeconómicos	65
Gráfico 3.1	UEM: composición del crecimiento e indicadores de confianza	80
Gráfico 3.2	Evolución económica por países en 2005	83
Gráfico 3.3	UEM: índices armonizados de precios de consumo y evolución salarial	86
Gráfico 3.4	UEM: política fiscal	89
Gráfico 3.5	Tipos de interés de la zona del euro	98
Gráfico 3.6	Condiciones financieras en la zona del euro	99
Gráfico 3.7	Evolución del tipo de cambio del euro y comercio exterior de la UEM por países	100
Gráfico 3.8	Agregados monetarios y crediticios	101
Gráfico 4.1	Financiación de los sectores residentes no financieros, tipos de interés y prima de riesgo crediticio	106
Gráfico 4.2	Principales agregados macroeconómicos	113
Gráfico 4.3	Consumo final de los hogares e ISFLSH	115
Gráfico 4.4	Inversión residencial	116
Gráfico 4.5	Inversión productiva privada	118
Gráfico 4.6	Demanda exterior y principales determinantes	119
Gráfico 4.7	VAB y empleo por ramas de actividad	124
Gráfico 4.8	Empleo y paro	126
Gráfico 4.9	Determinantes de los salarios	131
Gráfico 4.10	Composición de los defactores de la demanda final y del PIB	132
Gráfico 4.11	Precios y costes por ramas de actividad	138
Gráfico 4.12	Índices de competitividad de España	139
Gráfico 4.13	Cuotas de exportación y penetración de importaciones	143
Gráfico 4.14	Cuenta del resto del mundo	144
Gráfico 4.15	Ahorro, inversión y capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	145
Gráfico 5.1	Operaciones financieras netas y activos financieros netos	153
Gráfico 5.2	Operaciones financieras netas de las Administraciones Públicas	156
Gráfico 5.3	Índices bursátiles	165
Gráfico 5.4	Rentabilidad de la deuda pública y prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años	166

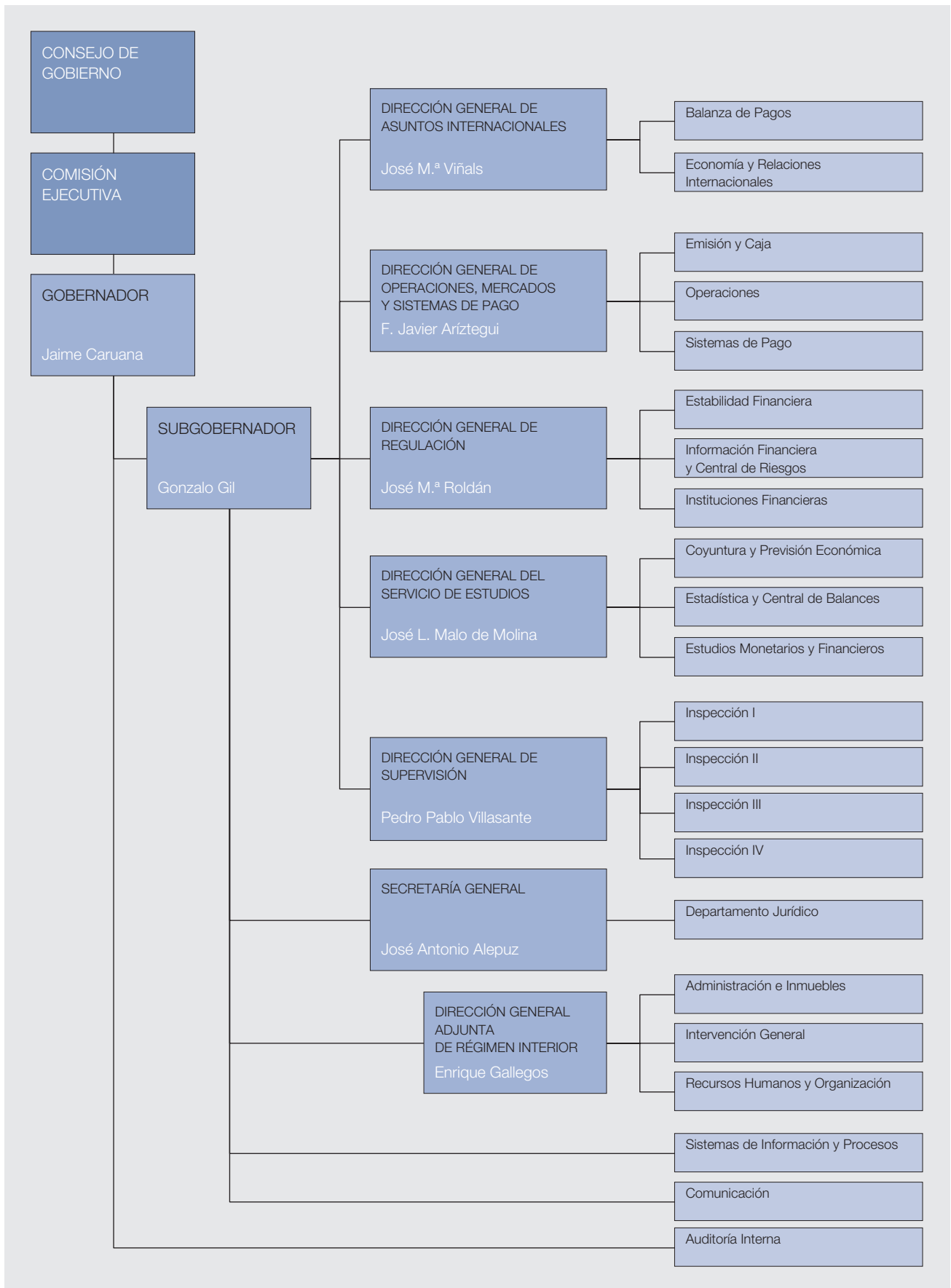
Gráfico 5.5	Crédito, ciclo económico y tipos de interés	167
Gráfico 5.6	Inversores institucionales	171
Gráfico 5.7	Indicadores de posición patrimonial de los hogares e ISFLSH	172
Gráfico 5.8	Precio de la vivienda y riqueza financiera neta de los hogares	173
Gráfico 5.9	Indicadores de posición financiera de las sociedades no financieras	176
Gráfico 5.10	Otros indicadores financieros de las sociedades no financieras	177

Índice de recuadros

Recuadro 1.1	El déficit exterior de la economía española desde una perspectiva histórica	30
Recuadro 1.2	La financiación del déficit exterior de la economía española	33
Recuadro 1.3	Efectos de la evolución demográfica sobre el gasto público en pensiones	36
Recuadro 1.4	El Plan Nacional de Reformas y el Plan de Dinamización de la Economía y de Impulso a la Productividad	39
Recuadro 2.1	El reciclaje internacional de los ingresos por exportación de petróleo	48
Recuadro 2.2	El reducido nivel de los tipos de interés a largo plazo y el efecto de la acumulación de reservas	57
Recuadro 2.3	El régimen cambiario chino	66
Recuadro 2.4	Sostenibilidad de la deuda pública y políticas fiscales procíclicas en América Latina	70
Recuadro 3.1	La evolución reciente de la competitividad exterior en la zona del euro	81
Recuadro 3.2	Evolución reciente del mercado de trabajo en la UEM	84
Recuadro 3.3	El mercado único de servicios en la UEM	93
Recuadro 3.4	Una valoración de los procesos de fusión en el sector financiero europeo	96
Recuadro 4.1	Un análisis desagregado del déficit comercial de la economía española	121
Recuadro 4.2	Inmigración y productividad	129
Recuadro 4.3	El diferencial de inflación con la UEM	134
Recuadro 4.4	Productividad, precios y competencia en el sector de la distribución	136
Recuadro 4.5	La penetración de importaciones en la economía española	141
Recuadro 5.1	La evolución reciente de la inversión directa exterior: una comparación internacional	158
Recuadro 5.2	Evolución reciente y características principales de las emisiones de valores de las instituciones financieras no monetarias	162
Recuadro 5.3	Análisis por segmentos de renta de la sensibilidad de la carga financiera de las familias a aumentos en los tipos de interés	174
Recuadro 5.4	La posición financiera de las empresas. Un análisis por tamaño	178

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO
DEL BANCO DE ESPAÑA

ORGANIGRAMA GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA



Consejo de Gobierno

GOBERNADOR	Jaime Caruana
SUBGOBERNADOR	Gonzalo Gil
CONSEJEROS	Jesús Leguina Ángel Luis López Roa Guillem López Casanovas José María Marín Miguel Á. Fernández Ordóñez Vicente Salas
DIRECTORA GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA	Soledad Núñez
VICEPRESIDENTE DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	Carlos Arenillas
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	José Luis Malo de Molina F. Javier Aríztegui Pedro Pablo Villasante José María Roldán José María Viñals
SECRETARIO <i>(Con voz y sin voto)</i>	José Antonio Alepuz
REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	Luciano Murias

Comisión Ejecutiva

GOBERNADOR

Jaime Caruana

SUBGOBERNADOR

Gonzalo Gil

CONSEJEROS

Ángel Luis López Roa
Miguel Á. Fernández Ordóñez

DIRECTORES GENERALES DEL BANCO
(*Con voz y sin voto*)

José Luis Malo de Molina
F. Javier Aríztegui
Pedro Pablo Villasante
José María Roldán
José María Viñals

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)
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Mercado de Deuda Pública (anual)

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.ª TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
- 63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
- 64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
- 66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
- 67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número).

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.

- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 27 JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993).
 28 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).
 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
 35 M.^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0515 ISAAC ALFON, ISABEL ARGIMÓN Y PATRICIA BASCUÑANA-AMBRÓS: How individual capital requirements affect capital ratios in UK banks and building societies.
 0516 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: M&As performance in the European financial industry.
 0517 ALICIA GARCÍA HERRERO Y DANIEL SANTABÁRBARA: Does China have an impact on foreign investment to Latin America?
 0518 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y LORENA SAIZ: Do European business cycles look like one?
 0519 DANIEL PÉREZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Banking integration in Europe.
 0520 JORDI GALÍ, MARK GERTLER Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Robustness of the estimates of the hybrid New Keynesian Phillips curve.
 0521 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Sticky-price models and the natural rate hypothesis.
 0522 OLYMPIA BOVER: Wealth effects on consumption: microeconomic estimates from the Spanish survey of household finances.
 0523 ENRIQUE ALBEROLA, LUIS MOLINA Y DANIEL NAVIA: Say you fix, enjoy and relax. The deleterious effect of peg announcements on fiscal discipline.
 0524 AGUSTÍN MARAVALL: An application of the TRAMO-SEATS automatic procedure; direct versus indirect adjustment.
 0525 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y MARÍA SOLEDAD MARTÍNEZ-PERÍA: The mix of international banks' foreign claims: determinants and implications for financial stability.
 0526 J. IGNACIO GARCÍA-PÉREZ Y JUAN F. JIMENO: Public sector wage gaps in Spanish regions.
 0527 LUIS J. ÁLVAREZ, PABLO BURRIEL E IGNACIO HERNANDO: Price setting behaviour in Spain: evidence from micro PPI data.
 0528 EMMANUEL DHYNE, LUIS J. ÁLVAREZ, HERVÉ LE BIHAN, GIOVANNI VERONESE, DANIEL DIAS, JOHANNES HOFFMANN, NICOLE JONKER, PATRICK LÜNNEMANN, FABIO RUMLER Y JOUKO VILMUNEN: Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data.

- 0529 TERESA SASTRE Y JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ-SÁNCHEZ: Un modelo empírico de las decisiones de gasto de las familias españolas.
- 0530 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: A test of the law of one price in retail banking.
- 0531 GABRIEL JIMÉNEZ Y JESÚS SAURINA: Credit cycles, credit risk and prudential regulation.
- 0532 BEATRIZ DE-BLAS-PÉREZ: Exchange rate dynamics in economies with portfolio rigidities.
- 0533 ÓSCAR J. ARCE: Reflections on fiscalist divergent price-paths.
- 0534 M.ª DE LOS LLANOS MATEA Y MIGUEL PÉREZ: Diferencias en la evolución de los precios de los alimentos frescos por tipo de establecimiento.
- 0535 JOSÉ MANUEL MARQUÉS, FERNANDO NIETO Y ANA DEL RÍO: Una aproximación a los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras en España.
- 0536 S. FABIANI, M. DRUANT, I. HERNANDO, C. KWAPIL, B. LANDAU, C. LOUPIAS, F. MARTINS, T. MATHÄ, R. SABBATINI, H. STAHL Y A. STOKMAN: The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence.
- 0537 LUIS J. ÁLVAREZ E I. HERNANDO: The price setting behaviour of Spanish firms: evidence from survey data.
- 0538 JOSÉ MANUEL CAMPA, LINDA S. GOLDBERG Y JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: Exchange-rate pass-through to import prices in the euro area.
- 0539 RAQUEL LAGO-GONZÁLEZ Y VICENTE SALAS-FUMÁS: Market power and bank interest rate adjustments.
- 0540 FERNANDO RESTOY Y ROSA RODRÍGUEZ: Can fundamentals explain cross-country correlations of asset returns?
- 0541 FRANCISCO ALONSO Y ROBERTO BLANCO: Is the volatility of the EONIA transmitted to longer-term euro money market interest rates?
- 0542 LUIS J. ÁLVAREZ, EMMANUEL DHYNE, MARCO M. HOEBERICHTS, CLAUDIA KWAPIL, HERVÉ LE BIHAN, PATRICK LÜNNEMANN, FERNANDO MARTINS, ROBERTO SABBATINI, HARALD STAHL, PHILIP VERMEULEN Y JOUKO VILMUNEN: Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence.
- 0601 ARTURO GALINDO, ALEJANDRO IZQUIERDO Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Real exchange rates, dollarization and industrial employment in Latin America.
- 0602 JUAN A. ROJAS Y CARLOS URRUTIA: Social security reform with uninsurable income risk and endogenous borrowing constraints.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Housing tenure and labour mobility: a comparison across European countries.
- 0604 FRANCISCO DE CASTRO Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The economic effects of exogenous fiscal shocks in Spain: a SVAR approach.
- 0605 RICARDO GIMENO Y CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: The interaction between house prices and loans for house purchase. The Spanish case.
- 0606 JAVIER DELGADO, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: The joint size and ownership specialization in banks' lending.
- 0607 ÓSCAR J. ARCE: Speculative hyperinflations: when can we rule them out?
- 0608 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA Y SERGIO PUENTE: Business demography in Spain: determinants of firm survival.
- 0609 JUAN AYUSO Y FERNANDO RESTOY: House prices and rents in Spain: Does the discount factor matter?
- 0610 ÓSCAR J. ARCE Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: House prices, rents, and interest rates under collateral constraints.
- 0611 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Debt sustainability and procyclical fiscal policies in Latin America.
- 0612 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: Credit market competition, collateral and firms' finance.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0407 MIGUEL DE LAS CASAS, SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS, EMILIANO GONZÁLEZ-MOTA Y CLARA MIRA-SALAMA: A review of progress in the reform of the International Financial Architecture since the Asian crisis.
- 0408 GIANLUCA CAPORELLO Y AGUSTÍN MARAVALL: Program TSW. Revised manual version May 2004.
- 0409 OLYMPIA BOVER: Encuesta financiera de las familias españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta de 2002. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0410 MANUEL ARELLANO, SAMUEL BENTOLILA Y OLYMPIA BOVER: Paro y prestaciones: nuevos resultados para España.
- 0501 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Size and heterogeneity matter. A microstructure-based analysis of regulation of secondary markets for government bonds.
- 0502 ALICIA GARCÍA HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: China's banking reform: an assessment of its evolution and possible impact.
- 0503 ANA BUISÁN, DAVID LEARMONTH Y MARÍA SEBASTIÁ-BARRIEL: An industry approach to understanding export performance: stylised facts and empirical estimation.
- 0504 ANA BUISÁN Y FERNANDO RESTOY: Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU.
- 0505 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una larga fase de expansión de la economía española.
- 0506 VÍCTOR GARCÍA-VAQUERO Y JORGE MARTÍNEZ: Fiscalidad de la vivienda en España.
- 0507 JAIME CARUANA: Monetary policy, financial stability and asset prices.
- 0601 JUAN F. JIMENO, JUAN A. ROJAS AND SERGIO PUENTE: Modelling the impact of aging on Social Security expenditures.
- 0602 PABLO MARTÍN-ACEÑA: La Banque de France, la BRI et la création du Service des Études de la Banque d'Espagne au début des années 1930.
- 0603 CRISTINA BARCELÓ: Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF).

EDICIONES VARIAS¹

MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 3,13 €.

BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 5 €.

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 6,25 €.

RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (**).

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (*).

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (***)).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (*).

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.

VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.

BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.

BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (*). (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín Estadístico (mensual)

Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (anual)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito²

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

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**) o (***), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos y Macmillan (Londres). Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.
Otras publicaciones

BANCO DE ESPAÑA	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 e-mail: Publicaciones@bde.es www.bde.es
------------------------	---