

**INFORME ANUAL**

**2006**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema





La recepción de información para la elaboración de este Informe terminó el día 29 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, 2007  
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	Servicio Público de Empleo Estatal
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 Económicos
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	UE 27	Países correspondientes a la Unión europea desde 1.1.2007
IFM	Instituciones Financieras Monetarias	VNA	Variación Neta de Activos
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	VNP	Variación Neta de Pasivos

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EEK (corona estonia)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	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)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	SKK (corona eslovaca)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	EEUU	USD (dólar EEUU)

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

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

# INFORME ANUAL 2006

## ÍNDICE GENERAL

<b>1 RASGOS BÁSICOS</b>	1	Introducción	15
	2	El contexto internacional y la zona del euro	15
	3	La evolución de la economía española	19
	4	Balance, perspectivas y retos	25
<b>2 EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: ALGUNOS DETERMINANTES BÁSICOS</b>	1	Introducción	37
	2	Condiciones financieras	38
	3	La inmigración	42
	4	La absorción de los desequilibrios dentro de la UEM	45
	4.1	Las consecuencias de una expansión prolongada en el marco de la UEM	45
	4.2	Los mecanismos de ajuste	51
<b>3 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO</b>	1	Rasgos generales	57
	1.1	La economía mundial en 2006	57
	1.2	La continuidad de las condiciones financieras holgadas	63
	1.3	Perspectivas y factores de riesgo	67
	2	Estados Unidos	69
	3	Japón	73
	4	China y resto de Asia	74
	5	América Latina	76
	6	Los países europeos no pertenecientes al área del euro	77
<b>4 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN</b>	1	Las condiciones económicas en el área del euro	81
	1.1	La actividad y el empleo	81
	1.2	Precios y costes	88
	2	Las políticas económicas	89
	2.1	La política fiscal	89
	2.2	Las políticas estructurales	91
	3	La política monetaria común y las condiciones monetarias y financieras en el área del euro	95
	3.1	Las decisiones de política monetaria	95
	3.2	La evolución financiera en la zona del euro	96
<b>5 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>	1	Las políticas económicas	103
	1.1	Las condiciones monetarias y financieras	103
	1.2	La política fiscal	104
	1.3	Las otras políticas económicas	107
	2	La demanda	108
	2.1	La demanda nacional	108
	2.2	La demanda exterior	115
	3	La actividad	118
	4	El mercado de trabajo	121
	5	Los precios y los costes	125
	6	Las necesidades de financiación de la nación y la cuenta de capital de los sectores institucionales	128

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

- 1 Los flujos financieros de la economía española 136
  - 1.1 Los hogares 136
  - 1.2 Las sociedades no financieras 138
  - 1.3 Las Administraciones Públicas 139
  - 1.4 La inversión y la financiación exterior de la economía española 141
- 2 Los mercados financieros españoles 142
  - 2.1 Los mercados primarios 142
  - 2.2 La actividad en los mercados secundarios 144
  - 2.3 Los precios negociados en los mercados secundarios 145
- 3 Los intermediarios financieros españoles 147
  - 3.1 Las entidades de crédito 147
  - 3.2 Los inversores institucionales 149
- 4 La posición patrimonial del sector privado no financiero 151
  - 4.1 Los hogares 151
  - 4.2 Las sociedades no financieras 153

## **7 INFORME DE GESTIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA EN 2006**

- 1 Introducción 157
- 2 Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema 157
- 3 Actividades internacionales 159
  - 3.1 Relaciones internacionales 159
  - 3.2 Conferencias, reuniones y seminarios organizados por el Banco de España 161
- 4 Análisis económico e investigación 162
  - 4.1 Áreas prioritarias de análisis 162
  - 4.2 Relaciones con la comunidad académica 163
  - 4.3 Difusión y comunicación 163
- 5 Supervisión y regulación bancaria 164
  - 5.1 Actividad supervisora 164
  - 5.2 Actividad sancionadora 166
  - 5.3 Cambios normativos 168
  - 5.4 Información financiera y prudencial 170
  - 5.5 Central de Información de Riesgos 171
  - 5.6 Optimización de procesos 172
- 6 Funciones operativas 172
  - 6.1 La gestión de los activos del Banco de España 172
  - 6.2 La gestión de los sistemas de pagos 173
  - 6.3 La gestión de los billetes 174
- 7 Estadísticas 175
  - 7.1 La función estadística del Banco de España 175
  - 7.2 Principales novedades durante 2006 175
- 8 Servicio de Reclamaciones 178
- 9 Comunicación externa 179
  - 9.1 Relaciones con los medios de comunicación 179
  - 9.2 Programa de comunicación institucional 180
  - 9.3 Cooperación con el SEBC 181
- 10 Organización y administración interna 181
  - 10.1 Políticas de Recursos Humanos 181
  - 10.2 Administración e Inmuebles 182
  - 10.3 Gestión Documental Corporativa 183
  - 10.4 Sistemas de Información 183
  - 10.5 Intervención General 184
  - 10.6 Auditoría Interna 184

<b>CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA</b>	1	Introducción	189
	2	Balance y cuenta de resultados	190
	3	Memoria explicativa	193
	4	Información específica requerida por el artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994	221
<b>ANEJO LEGISLATIVO</b>	1	Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2006 a marzo de 2007	231
	2	Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación	260
<b>ÍNDICES</b>		Índice de cuadros	265
		Índice de gráficos	267
		Índice de recuadros	269
<b>COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA</b>		Organigrama general del Banco de España	273
		Consejo de Gobierno	274
		Comisión Ejecutiva	275

## 1 RASGOS BÁSICOS

## Rasgos básicos

### 1 Introducción

La economía española prolongó en 2006 y en los primeros meses de 2007 la fase de elevado crecimiento que ha venido registrando durante algo más de una década, en un contexto internacional caracterizado por un gran dinamismo, del que también participó la UEM, tras un largo período de debilidad cíclica. El PIB siguió una trayectoria de aceleración a lo largo del ejercicio, alcanzando en el promedio del año un aumento del 3,9%, superior al de 2005, debido a la mejora de la aportación de la demanda exterior neta. A la continuada influencia de los factores que han sustentado la fortaleza de la economía española durante esta larga fase de expansión, se ha sumado, en 2006, la buena coyuntura internacional y, en particular, el despegue de la zona del euro. El gasto interno, por su parte, empezó a desacelerarse suavemente, excepto en el componente de inversión en equipo, que experimentó un importante repunte, por lo que en 2006 empezó a percibirse un escenario de crecimiento más equilibrado que el de los últimos años.

Entre los factores explicativos del dinamismo de la economía, han seguido destacando, por su relevancia, el impulso financiero derivado de la integración en el euro, que ha continuado operando, a pesar del relativo endurecimiento de las condiciones monetarias, y la expansión demográfica, que ha vuelto a desbordar las previsiones. En este primer capítulo del Informe Anual se repasan los rasgos básicos de la trayectoria de la economía española en 2006, prestando especial atención al entorno exterior en el que se ha desenvuelto, y se esbozan las perspectivas de corto plazo, así como los retos y los requerimientos de política económica que se han de abordar para proyectar a medio y largo plazo el avance logrado por la economía española en las últimas décadas. La visión global de la coyuntura que ofrece este capítulo se complementa con el enfoque temático del capítulo siguiente, en el que se profundiza de forma analítica y con mayor perspectiva temporal en el papel desempeñado por las condiciones financieras y los desarrollos demográficos en el dinamismo económico español. También se aborda el alcance de los riesgos potenciales de desequilibrio que acompañan a una etapa tan larga de empuje del gasto de los residentes y las posibles vías de ajuste frente a los mismos.

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

Otro año de bonanza económica global...

En el año 2006 la economía mundial alcanzó, por tercer año consecutivo, una tasa de crecimiento alrededor del 5%, dando lugar al trienio de mayor expansión de la actividad global desde los años setenta, en un entorno, además, de baja inflación. El pasado año se caracterizó, también, por un mayor equilibrio en el dinamismo de las principales áreas desarrolladas, ya que Estados Unidos mantuvo su tasa de crecimiento ligeramente por encima del 3% y las áreas menos dinámicas, como el Reino Unido, la zona del euro y Japón, registraron una aceleración de su actividad económica, muy intensa en los dos primeros casos. A su vez, la contribución de algunos países emergentes a esta bonanza económica continuó siendo notoria, hasta el punto de que China e India explican conjuntamente en torno al 40% del crecimiento mundial de 2006.

favorecida por unas condiciones financieras propicias...

La expansión económica global se vio favorecida por el mantenimiento de condiciones financieras propicias, a pesar del endurecimiento de las políticas monetarias, que fueron reaccionando al hilo del aumento de los riesgos inflacionistas y de la maduración de los ciclos económicos. Salvo el episodio de turbulencias en los mercados bursátiles registrado entre mayo y junio, los mercados financieros mundiales permanecieron en calma en un contexto de escasa volatilidad y pequeñas primas de riesgo. Los tipos de interés reales, por su parte, continuaron en niveles relativamente bajos, las bolsas experimentaron una notable revalorización y los *spreads* crediticios, corporativos y soberanos, se mantuvieron en cotas históricamente redu-

cidas. Un clima que se mantuvo hasta marzo de 2007, cuando se produjo un episodio de inestabilidad en los mercados financieros, que revelaron una mayor incertidumbre sobre la valoración de los riesgos.

El dinamismo de las condiciones económicas globales a lo largo del pasado año supuso, además, una intensificación de los intercambios comerciales, que crecieron a una tasa algo superior al 9%, dos puntos por encima de la observada en el ejercicio anterior. No obstante, las perspectivas sobre la evolución futura del comercio mundial empeoraron a mediados de año, tras la suspensión de las negociaciones multilaterales en el contexto de la Ronda Doha.

y compatible con presiones inflacionistas moderadas.

El incremento medio en el año del precio del petróleo y de las materias primas y el pronunciado aumento de la actividad económica global no se tradujeron, sin embargo, en presiones inflacionistas subyacentes significativas. De hecho, en las economías industrializadas, las tasas de inflación medias del pasado año fueron similares a las observadas en 2005, y apenas se observó una traslación del encarecimiento energético a otros componentes de la cesta de los precios de consumo, tal como refleja el comportamiento contenido de la inflación subyacente. Los precios del petróleo alcanzaron máximos históricos en el mes de agosto de 2006, experimentando un notable descenso con posterioridad, vinculado al incremento de las existencias de crudo y a las condiciones climáticas benignas del invierno en el hemisferio septentrional. Sin embargo, en los primeros meses de 2007, el petróleo volvió a encarecerse. La moderación salarial registrada en los principales países, a pesar de la expansión del empleo y de la reducción de las tasas de paro, y la estabilidad de los precios de los bienes importados, en un contexto de elevada competencia global, contribuyeron, en gran medida, a este comportamiento.

Sin embargo, los desequilibrios macro-financieros persisten...

Pese a la recomposición geográfica del crecimiento mundial y la depreciación del dólar, los desequilibrios que se vienen arrastrando como consecuencia, principalmente, de los desajustes existentes entre el ahorro y la inversión en las principales áreas, no se moderaron. El dólar acumuló una depreciación cercana al 5% en términos efectivos nominales a lo largo del pasado año, lo que obedeció, en gran medida, a unas perspectivas de menor fortaleza económica en Estados Unidos y a la reducción de los diferenciales de tipos de interés de la moneda norteamericana frente a monedas como el euro o la libra esterlina. De hecho, la persistencia de estos desequilibrios macro-financieros y la incertidumbre acerca de la forma en que pueden ser absorbidos continúan siendo elementos de vulnerabilidad para el mantenimiento en el año corriente de una tasa de expansión del producto mundial elevada, tal como anticipan la mayor parte de organismos internacionales. Un riesgo relevante estriba en la posibilidad de que se produzca una desaceleración más brusca de lo esperado en Estados Unidos —si se agudiza el ajuste del mercado inmobiliario o se traslada a otros componentes del gasto vía efecto riqueza— y de que sus implicaciones para otras áreas sean superiores a las actualmente previstas.

y los riesgos inflacionistas han adquirido mayor relevancia.

Es posible que las condiciones monetarias más restrictivas, la competencia a nivel global y la posible reducción de los precios de la energía contribuyan a mantener contenidas las tasas de inflación. No obstante, existen riesgos de que las presiones alcistas sobre los precios ocasionadas por la absorción del exceso de capacidad en los mercados de trabajo y de bienes en la mayor parte de las principales economías terminen materializándose, sobre todo si se trasladan a las expectativas de inflación de los agentes.

La economía de la zona del euro por fin se dinamiza...

Alentada por el favorable contexto internacional, la zona del euro consolidó en el año 2006, por fin, la recuperación de la actividad que había iniciado a mediados de 2005, superando una larga etapa de reducido dinamismo. La reactivación se basó en la fortaleza de la demanda interna y de las exportaciones y fue más fuerte de lo anticipado, lo que supuso una revisión gradual al alza de las previsiones efectuadas por los organismos internacionales para el año

pasado. Así, el avance del PIB alcanzó el 2,8% en la media del año, situándose por encima del 3% en el cuarto trimestre, tasas que no se experimentaban desde 2000. A pesar del elevado crecimiento, la brecha entre el nivel del PIB y el del producto potencial que se fue abriendo a lo largo de la etapa reciente de debilidad cíclica no se ha cerrado aún.

impulsada por el entorno exterior, unas condiciones financieras expansivas, a pesar de las subidas de los tipos de interés, y la favorable respuesta del empleo.

Entre los factores que han favorecido que el impulso inicial sobre la actividad, originado por la mayor demanda procedente del exterior, se fuera encauzando hacia el gasto interior destacan la persistencia de condiciones financieras holgadas, a pesar de la subida de los tipos de interés, la solidez de la posición patrimonial de las empresas y el incremento de sus beneficios. Todos estos factores estimularon la inversión, en un contexto en el que la utilización de la capacidad productiva registró los niveles más elevados de los últimos cinco años. Asimismo, la favorable respuesta del empleo, cuyo ritmo de crecimiento alcanzó tasas desconocidas desde el comienzo de la década, sugiere que las reformas acometidas en el mercado de trabajo y la moderación salarial están dando algunos frutos. La consiguiente mejora de las rentas laborales, que tienden a traducirse en gasto de consumo casi en su totalidad, y el restablecimiento gradual de las expectativas de los consumidores contribuyeron a impulsar el gasto de las familias.

La evolución de los indicadores en la primera parte de 2007 avala unas perspectivas favorables en la zona del euro.

Aunque en la reactivación económica también han intervenido algunos factores excepcionales, como el adelantamiento de gasto a los meses finales de 2006 ante algunas elevaciones impositivas o las favorables condiciones climatológicas, la contribución equilibrada de los componentes de la demanda final al avance del producto y la mejora general de la actividad económica de los países integrantes de la zona del euro dan visos de mayor permanencia a la expansión, en comparación con otros episodios recientes de mejora que resultaron ser transitorios. Entre los principales países del área, sobresale la recuperación económica de Alemania, que puede estar reflejando la superación de algunos de los lastres estructurales que viene arrastrando desde la reunificación. La evolución de los indicadores económicos en los primeros meses del año 2007 corrobora el diagnóstico de sostenimiento de la recuperación, de manera que el escenario más probable para los próximos trimestres apunta a un perfil de avance del producto, en línea con el crecimiento potencial, si bien, a medio plazo, persisten los riesgos externos de naturaleza macro-financiera mencionados anteriormente.

A pesar de la ausencia de presiones inflacionistas subyacentes, los riesgos al alza sobre los precios determinaron el ajuste de las condiciones monetarias.

El comportamiento reciente de la inflación en la zona del euro respondió a la evolución de sus componentes más volátiles y, en particular, al precio del petróleo, que llevó la tasa a zonas cercanas al 2,5% durante los ocho primeros meses de 2006, para finalizar el año por debajo del 2%. Sin embargo, ni se percibieron efectos significativos de traslación del encarecimiento energético a otros precios de consumo, como lo muestra el mantenimiento de la inflación subyacente en torno al 1,6%, ni se vio afectada la pauta de moderación salarial. En todo caso, la aparición de riesgos al alza sobre la estabilidad de precios, a medida que se afianzaba la recuperación económica y se hacían más probables la transmisión de los encarecimientos energéticos a las distintas etapas del proceso productivo y la afloración de presiones salariales, determinaron la necesidad de ajustar el carácter expansivo que las condiciones monetarias habían mantenido durante la prolongada fase de débil crecimiento económico. Así, el Consejo de Gobierno del BCE elevó los tipos de interés oficiales en seis ocasiones entre diciembre de 2005 y diciembre de 2006 y, posteriormente, en marzo de 2007, hasta situarlos en el 3,75% actual. Con todo, los tipos de interés en el área del euro, tanto en términos reales como nominales, se mantuvieron en niveles relativamente bajos en todos los plazos, de forma que las condiciones monetarias continuaron siendo propicias para la prolongación de la etapa expansiva de la economía.

La evolución de los tipos de interés de mercado indica que las decisiones de política monetaria adoptadas por el BCE durante esta fase alcista se han anticipado adecuadamente. Por

		2001	2002	2003	2004	2005	2006
PIB PER CÁPITA Y TASA DE OCUPACIÓN	PIB per cápita a precios corrientes (en PPC de la UE 25) (b)	93,2	95,2	96,7	96,6	97,9	97,5
	PIB per cápita a precios corrientes (en PPC de la UEM) (b) (c)	85,9	88,4	90,2	90,8	92,4	92,4
	Tasa de ocupación (d)	60,7	61,2	62,1	63,1	64,6	66,0
DEMANDA Y PRODUCTO. ÍNDICES DE VOLUMEN (e)	Consumo privado	3,4	2,8	2,8	4,2	4,2	3,7
	Consumo público	3,9	4,5	4,8	6,3	4,8	4,4
	Formación bruta de capital	4,4	3,4	5,3	5,1	6,9	6,5
	Capital fijo en equipo	-0,3	-2,9	4,1	4,4	9,0	9,7
	Capital fijo en construcción	7,6	6,3	6,2	5,5	6,0	5,9
	Exportación de bienes y servicios	4,2	2,0	3,7	4,1	1,5	6,2
	Importación de bienes y servicios	4,5	3,7	6,2	9,6	7,0	8,4
	Producto interior bruto	3,6	2,7	3,0	3,2	3,5	3,9
EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (e)	Empleo total	3,2	2,3	2,4	2,6	3,1	3,1
	Tasa de paro	10,6	11,5	11,5	11,0	9,2	8,5
	Remuneración por asalariado	3,6	3,3	3,6	3,1	2,6	3,4
	Costes laborales unitarios	3,2	2,9	3,0	2,5	2,2	2,7
	Deflactor del PIB	4,2	4,3	4,1	4,0	4,1	3,8
	Índice de precios de consumo (DIC-DIC)	2,7	4,0	2,6	3,2	3,7	2,7
	Índice de precios de consumo (media anual)	3,6	3,5	3,0	3,0	3,4	3,5
	Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC) (f)	1,0	1,3	1,0	0,9	1,2	1,4
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (g)	Ahorro de los sectores residentes (h)	22,9	24,0	24,5	23,5	23,0	22,8
	Administraciones Públicas (h)	2,9	3,3	3,5	3,2	4,7	5,7
	Inversión de los sectores residentes	26,4	26,7	27,4	28,3	29,5	30,6
	Administraciones Públicas	3,4	3,6	3,5	3,4	3,6	3,9
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	-3,5	-2,7	-2,9	-4,8	-6,5	-7,8
	Administraciones Públicas	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	1,1	1,8
	Deuda bruta de las Administraciones Públicas	55,5	52,5	48,7	46,2	43,2	39,8
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (j)	Tipo de intervención semanal del BCE	4,3	3,2	2,3	2,0	2,0	2,8
	Tipo de la deuda pública a diez años	5,1	5,0	4,1	4,1	3,4	3,8
	Tipo sintético del crédito bancario	5,8	4,9	4,4	4,0	3,8	4,6
	Índice General de la Bolsa de Madrid (base DIC 1985 = 100)	853,4	723,6	706,4	863,3	1.066,1	1.344,0
	Tipo de cambio dólar/euro	0,90	0,94	1,13	1,24	1,24	1,26
	Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (j)	96,57	97,29	100,03	100,71	100,83	101,13
	Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (k)	98,21	99,77	103,95	106,48	107,73	109,72
	Tipo de cambio efectivo real con UEM (k)	101,96	102,35	103,43	105,02	106,22	108,17
	Medios de pago	6,8	10,5	12,0	11,3	14,8	11,5
	Activos líquidos (l)	9,5	8,7	8,8	6,4	11,9	8,6
	Financiación total de las familias	12,7	16,3	19,1	20,2	20,9	19,3
Financiación total de las empresas no financieras	17,4	12,4	13,5	13,2	21,1	28,2	

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

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

b. UE=100 y UEM=100.

c. No incluye Eslovenia.

d. Base de datos AMECO de la Comisión Europea.

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

f. Hata diciembre de 2001, el diferencial se calcula con las series publicadas en esa fecha.

g. Niveles en porcentajes del PIB.

h. Incluye transferencias netas de capital recibidas.

i. 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.

j. Base 1999 I=100.

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

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

otro lado, a pesar de que la inflación se situó por encima del 2% durante gran parte del año, la credibilidad de la autoridad monetaria se puso de manifiesto en los indicadores de expectativas de inflación a medio plazo, que se mantuvieron ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

La mejora cíclica ha enderezado la situación fiscal pero quedan pendientes avances más decisivos para reducir el déficit estructural...

En el ámbito de la política fiscal, la evolución de los saldos presupuestarios observados se caracterizó en 2006 por una mejora que, en parte, ha resultado inesperada, incluso tras tener en cuenta que la recuperación de la actividad fue más intensa de lo que se anticipaba un año antes, puesto que la recaudación correspondiente a algunas figuras impositivas creció, según la información disponible, de forma más vigorosa que lo explicado por la evolución de las propias bases. El déficit de las Administraciones Públicas del área se redujo en el ejercicio pasado en nueve décimas, hasta el 1,6%, apuntando a una mejora tanto en su componente cíclico como en el estructural, si bien cabe recordar que los procedimientos que se utilizan habitualmente para obtener esta descomposición tienden a sobreestimar el esfuerzo de corrección fiscal realizado en las fases de recuperación de la actividad. Por lo tanto, sería un error que las autoridades nacionales interpretaran que el saneamiento de las cuentas públicas se ha convertido en una tarea menos urgente. Por el contrario, es preciso que en esta etapa de mayor expansión se acelere la corrección de los desequilibrios presupuestarios, avanzándose de manera decidida hacia la consecución de saldos estructurales próximos al equilibrio, en línea con los contenidos de la parte preventiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, una vez reformado. El logro de este objetivo es fundamental para ampliar el margen disponible para mantener la estabilidad presupuestaria en tiempos menos favorables y hacer frente en el futuro a los retos que suscita el envejecimiento de la población, así como para facilitar el funcionamiento adecuado de los estabilizadores automáticos.

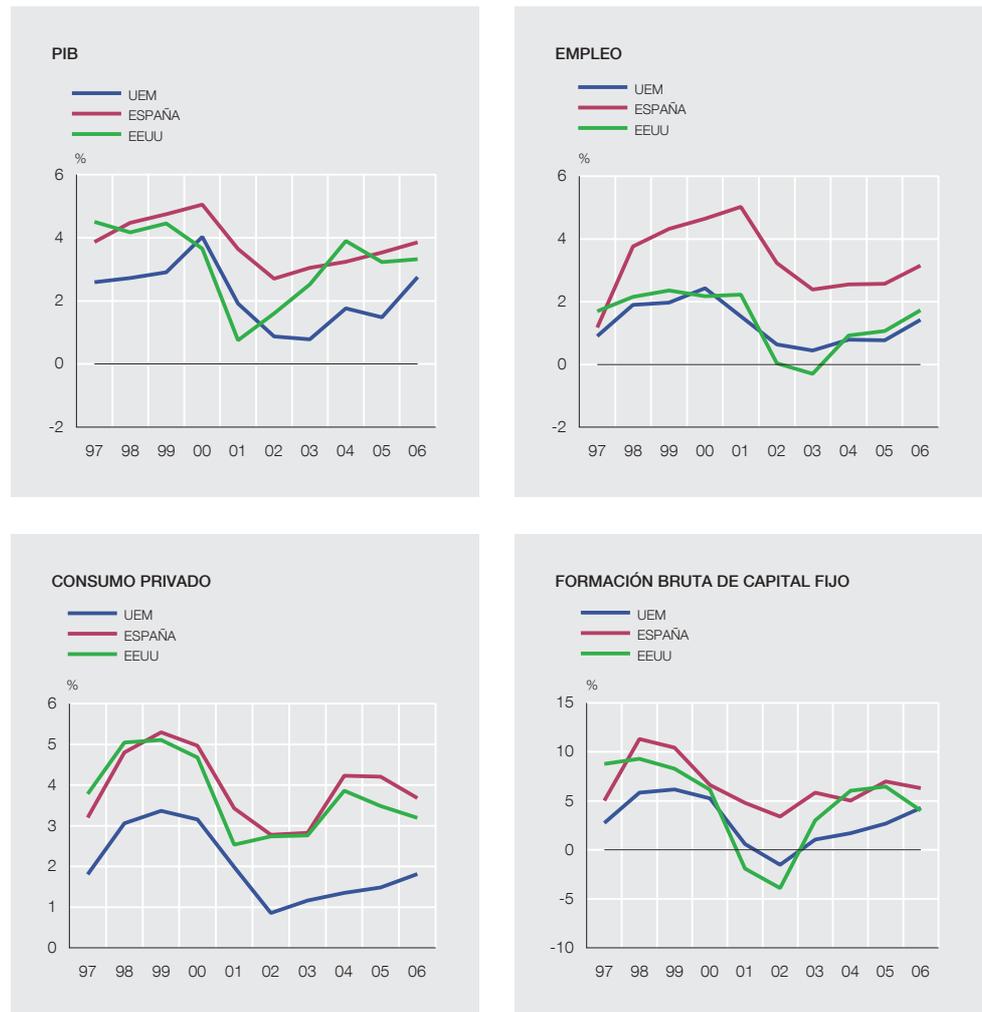
y para mejorar el crecimiento potencial.

Pero, además, es necesario que las autoridades nacionales realicen un esfuerzo más audaz para eliminar los obstáculos estructurales que lastran el crecimiento potencial. La consecución de tasas de crecimiento económico elevadas ante la presión que viene ejerciendo el liderazgo tecnológico y productivo de Estados Unidos y la creciente competencia procedente de los países emergentes requieren cambios de gran alcance en el funcionamiento de las economías del área. Los resultados decepcionantes de la zona del euro, en términos de expansión de la actividad, en la última década se explican, en gran medida, por el escaso dinamismo de la productividad del trabajo, que, a su vez, responde a un conjunto de factores que incluyen el ritmo relativamente modesto de generación de innovaciones —así como de su difusión al resto de la economía—, las carencias en el capítulo de la inversión en capital humano o la todavía excesiva regulación de los mercados de productos, especialmente en los servicios. De hecho, el avance hacia una menor regulación de estos mercados en los últimos años puede haber contribuido al progreso incipiente en la productividad tendencial que parece detectarse recientemente. Con respecto al mercado de trabajo, si bien se ha producido una mejora en la utilización de este factor, sigue existiendo un margen amplio para combatir las rigideces subsistentes reflejadas en la todavía elevada tasa de paro y en las reducidas tasas de empleo de determinados colectivos como el de mujeres, jóvenes y personas de mayor edad.

### **3 La evolución de la economía española**

La actividad de la economía española se aceleró, prolongando la larga fase de expansión.

Durante el pasado año, la actividad de la economía española se aceleró, continuando la fase de expansión que viene experimentando, con oscilaciones suaves, desde mediados de la década anterior (véase gráfico 1.1). De este modo, el crecimiento del PIB se elevó hasta el 3,9% en 2006, desde el 3,5% del ejercicio precedente, al tiempo que se produjo un cierto reequilibrio de las contribuciones relativas del gasto interno y de la demanda exterior neta al aumento del producto, después de tres años de divergencia progresiva entre ambos componentes de la demanda. En 2006 se ralentizó moderadamente la demanda interna,



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

que creció a una tasa del 4,6% en el promedio del año, pero mejoró en mayor medida la aportación de la demanda exterior neta al avance del producto, que se redujo de -1,7 pp a -1 pp.

El repunte se apoya en la permanencia de los factores expansivos que han estado presentes en esta fase cíclica...

En 2006, la fortaleza de la actividad económica se vio favorecida, al igual que en años anteriores, por unas condiciones monetarias y financieras favorables, a pesar del relativo endurecimiento de la política monetaria a lo largo del ejercicio, por el mantenimiento del proceso de revalorización de activos reales y financieros, y por la pujanza del mercado de trabajo, sustentada en la intensidad de los flujos migratorios y la ascensión de la participación femenina. Y todo ello en el contexto de un efecto bastante moderado, como en la mayoría de las economías desarrolladas, del encarecimiento del petróleo y en el marco de unas políticas económicas orientadas a la estabilidad macroeconómica.

y en un entorno exterior más pujante, impulsado por el despegue de la zona del euro.

A la continuidad de todos estos factores expansivos se vino a sumar el efecto de la buena coyuntura internacional y, en particular, la reanimación del área del euro. La mejora de la demanda exterior neta se debió a la recuperación de las exportaciones, tanto de bienes como de servicios, en un entorno en el que las importaciones continuaron mostrando un elevado dinamismo. Las exportaciones reales de bienes, con una tasa de crecimiento del 5,6% en el promedio del ejercicio, retomaron tasas de avance similares a las de los primeros años de esta década, tras

haber acusado un marcado estancamiento en 2005, impulsadas por el notable avance del comercio mundial, el despegue de la actividad económica de la zona del euro y el dinamismo de los mercados emergentes. El efecto expansivo sobre las ventas al exterior de la recuperación de los mercados habría superado, por tanto, el posible impacto de signo contrario del deterioro en los índices de competitividad-precio, que ha proseguido en 2006, aunque de manera más atenuada que en años anteriores. Además, durante el pasado año se amortiguaron algunos de los factores que habían frenado las exportaciones en 2005, como el notable impacto que tuvo entonces la fuerte penetración de China y otros países emergentes en los mercados comunitarios.

Las exportaciones de bienes se recuperaron de forma generalizada...

El avance de las exportaciones de bienes en 2006 fue relativamente generalizado, extendiéndose a todas las áreas geográficas, aunque con distinta intensidad, y afectó a un buen número de productos, con características tecnológicas diversas. En cuanto a las exportaciones de servicios, el turismo se incrementó, en términos reales, a una tasa del 1,7%, ligeramente inferior a la del período precedente. Esta evolución está en línea con el aumento del número de turistas que se está produciendo a nivel mundial, si bien los ingresos por turismo continuaron resintiéndose de los cambios que se observan, también de forma generalizada, en los hábitos de los turistas, que aumentan el número de viajes pero realizan estancias más cortas y un gasto menor en términos reales. No obstante, en los primeros meses de 2007, los ingresos por turismo han tenido un comportamiento algo más expansivo.

mientras las importaciones volvieron a mostrar una gran fortaleza...

Como ya se ha mencionado, las importaciones en términos reales volvieron a mostrar una gran fortaleza en 2006, con un crecimiento promedio del 8,4%, por encima del registrado el año precedente. La pujanza de la demanda final y la favorable evolución de los precios en euros de los productos importados no energéticos, que apenas experimentaron cambios en el promedio del año, explican este elevado dinamismo. Por productos, destaca el intenso incremento de las compras de bienes intermedios no energéticos, necesarios para la expansión industrial que se registró en 2006, tal y como se comenta más adelante y, según el país de origen, las realizadas en los países extracomunitarios. También las importaciones de servicios mostraron un comportamiento muy expansivo, debido al empuje de los servicios no turísticos, entre los que sobresalen los servicios de transporte de viajeros y mercancías, así como los prestados a empresas.

y las necesidades de financiación de la nación registraron una nueva ampliación.

A pesar de la mejora de la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto, en 2006 volvió a ampliarse la necesidad de financiación de la nación, que se situó en el 7,8% del PIB, 1,3 pp más que en 2005. Detrás de este aumento del desequilibrio exterior, se encuentra un incremento del déficit comercial, que se elevó hasta el 8,1% del PIB, y un deterioro de menor cuantía del resto de subbalanzas de la cuenta corriente: la de servicios, que redujo en una décima su superávit, y las de rentas y transferencias corrientes, que incrementaron en una décima, en cada caso, su saldo deficitario.

El gasto de los hogares mantuvo un apreciable dinamismo aunque flexionó ligeramente a la baja...

El gasto de los hogares mantuvo en 2006 un apreciable dinamismo, tanto en consumo como en inversión residencial, si bien con ritmos de crecimiento algo más reducidos que en los dos últimos años. El consumo avanzó a una tasa del 3,7% en 2006, apoyado en el avance de la renta disponible y de la riqueza, que, no obstante, se desaceleraron respecto al año precedente. A favor del gasto de los hogares jugaron, adicionalmente, las favorables perspectivas de las familias sobre su renta permanente, en un contexto de fuerte generación de empleo. De hecho, la evolución de la renta disponible estuvo muy influida por el dinamismo que mostraron la ocupación y la remuneración por asalariado, compensando la detracción de renta que provocó el aumento de la recaudación impositiva, mientras que el impacto de los tipos de interés fue prácticamente nulo. La evolución de la riqueza de los hogares, por su parte, se sustentó en la revalorización de los activos financieros e inmobiliarios, aunque, en este último caso, fue de menor cuantía que en el ejercicio anterior, como resultado de la prolongación del perfil de desaceleración del precio de la vivienda,

que creció un 9,1% en términos interanuales en el cuarto trimestre de 2006, casi 4 pp menos que al cierre del año anterior. En los primeros meses de 2007 ha continuado el proceso de normalización ordenada en este mercado, pues el crecimiento de esta variable se redujo en casi 2 pp.

y descendió su tasa de ahorro, aumentando también las necesidades de financiación.

Como resultado de estas fuerzas expansivas, el consumo de las familias creció más que la renta disponible en 2006, lo que determinó un nuevo descenso de la tasa de ahorro de los hogares, hasta el 9,8%. Por su parte, la inversión en vivienda mantuvo incrementos sostenidos, similares a los del año precedente, en respuesta a una población que siguió aumentando con vigor y a los avances sostenidos en la riqueza. El descenso en la tasa de ahorro, junto con la fortaleza de la inversión residencial, se tradujo en un deterioro de las necesidades de financiación de las familias de casi un punto, hasta el 2,6% del PIB, y en un nuevo incremento de su recurso al crédito bancario, aunque con un perfil de moderada desaceleración en la segunda parte del ejercicio, posiblemente en respuesta al endurecimiento de las condiciones de financiación.

Las empresas acometieron importantes planes de inversión en equipo...

La inversión empresarial también mostró en 2006 un elevado dinamismo, que se plasmó en la realización de cuantiosos planes de inversión en equipo, en un contexto de recuperación de la demanda final, situación patrimonial sólida y buenas expectativas de beneficios que, de hecho, se fueron confirmando a medida que avanzaba el año. Todos estos factores compensaron el endurecimiento de las condiciones financieras que hubieron de afrontar las empresas a la hora de tomar sus decisiones de contratación y de inversión. Adicionalmente, en 2006 se acometieron importantes operaciones de adquisiciones corporativas, siguiendo una estrategia de diversificación y de internacionalización, protagonizadas principalmente por empresas inmobiliarias que ampliaron las necesidades de financiación del sector y sus demandas de financiación ajena.

que coincidieron con un incremento de la actividad inversora de las AAPP.

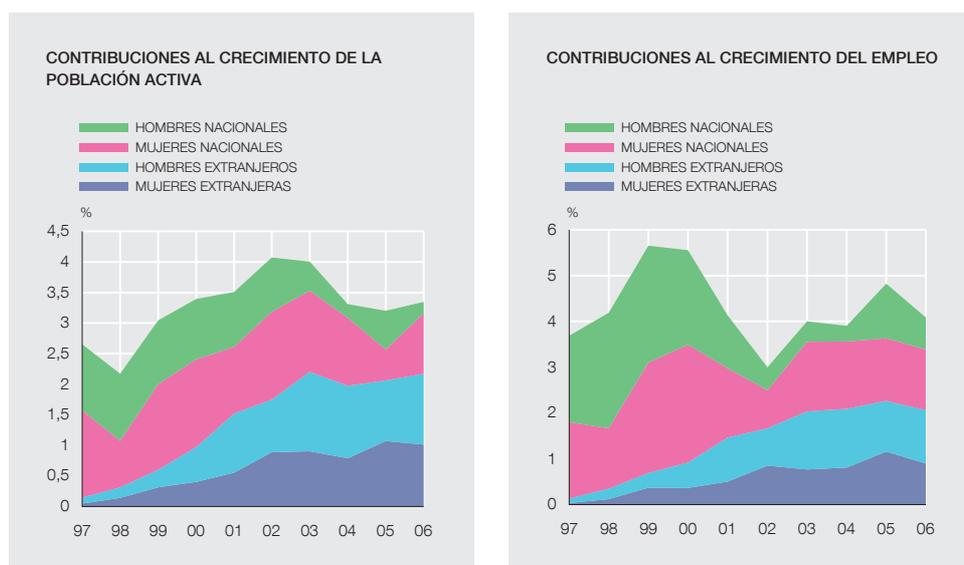
Por su parte, las AAPP contribuyeron durante el pasado año a la expansión del gasto, principalmente a través del componente de formación bruta de capital y, en particular, de la construcción de obra civil —impulsada por la fuerte actividad inversora de las CCAA—, que superó los ya elevados ritmos de avance de 2005. El consumo público, por su parte, mantuvo una mayor estabilidad. Con todo, el dinamismo de la actividad económica se manifestó en la pujanza de la recaudación impositiva, reflejándose, a su vez, en la cuenta de las AAPP, que se saldó en 2006 con un superávit del 1,8% del PIB, muy por encima del objetivo del 0,2% programado en los Presupuestos Generales del Estado para ese año. Por su parte, la ratio de deuda pública descendió hasta el 39,8% del PIB, desde el 43,2% del PIB del ejercicio anterior. En conjunto, la orientación de la política fiscal en 2006, atendiendo a la evolución del saldo estructural primario, volvió a ser, por sexto año consecutivo, moderadamente contractiva.

La pujanza de la actividad se extendió a todas las ramas productivas...

Por el lado de la oferta, la pujanza se extendió a todas las ramas productivas, excepto a la agraria y pesquera, que, no obstante, mostró una importante recuperación a lo largo del ejercicio. Cabe destacar la fortaleza del sector de la construcción, que conservó en 2006 el impulso de años previos, tanto en su componente de construcción residencial como de obra civil, y la marcada expansión del sector industrial, tras cuatro años de acusada atonía. El repunte de la actividad, que inicialmente se localizó en la producción de bienes orientados al consumo interno y de productos intermedios ligados al sector de la construcción, se fue extendiendo hacia el resto de productos, sobre todo a los de exportación y a los bienes de equipo. En conjunto, la base de la recuperación industrial está siendo muy amplia, después de un largo período de ajuste, aunque dependiente de la expansión del sector en la zona del euro.

y el proceso de generación de empleo volvió a ser muy intenso.

Dada la fortaleza de la actividad, el proceso de generación de empleo volvió a ser muy intenso, si bien se distanció levemente del perfil seguido por el del valor añadido, produciéndose, a nivel agregado, un repunte de la productividad, hasta el 0,8% en el promedio del año. El empleo del total de la economía creció al mismo ritmo que el año anterior, un 3,1%, con un perfil de suave



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

desaceleración a lo largo del ejercicio y una composición por ramas productivas similar a la de años previos, de modo que el mayor número de puestos de trabajo se generó en los sectores de la construcción y servicios de mercado. En la industria, por el contrario, a pesar de la fuerte recuperación de la actividad, el empleo mantuvo un pulso más débil —lo que propició un notable incremento de la productividad—, con crecimientos positivos únicamente en el último trimestre, mientras que el sector agrícola registró una importante destrucción de empleo.

El aumento de la participación de las mujeres y la afluencia de inmigrantes siguieron impulsando la oferta laboral...

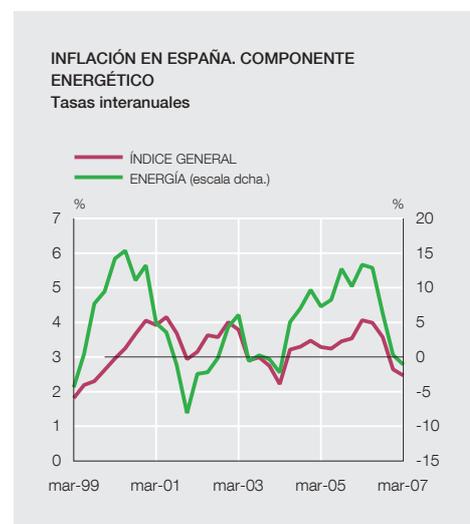
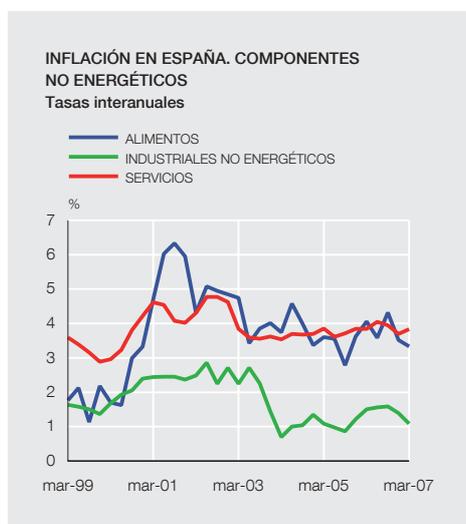
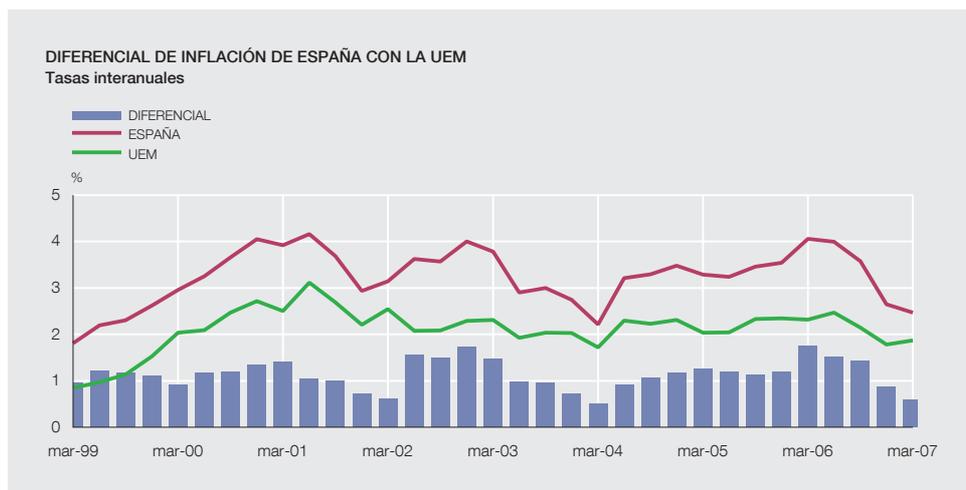
La expansión de la oferta laboral alcanzó también una notable magnitud en 2006, por encima de la observada el año precedente, lo que evitó, como se analiza más adelante, la aparición de tensiones significativas en el mercado de trabajo. El crecimiento de la oferta de trabajo se vio impulsado principalmente por el aumento en la participación del colectivo femenino, cuya tasa de actividad se elevó hasta el 48%, un punto y medio por encima de la del año anterior, aunque también por la contribución de la población activa extranjera, que aumentó a una tasa del 19,4%, representando ya el 13% del total de activos (véase gráfico 1.2).

y el dinamismo de la ocupación condujo a un nuevo descenso de la tasa de desempleo.

En conjunto, la capacidad de generación de empleo de la economía permitió absorber los nuevos incrementos en la oferta de trabajo y reducir la tasa de desempleo, hasta el 8,5% en el promedio del año, al tiempo que se producía un descenso muy acusado en la incidencia del paro de larga duración. Como muestran las últimas estimaciones disponibles, tanto el aumento de la población activa como el descenso en el desempleo subyacen a la expansión del crecimiento potencial de la economía española y, previsiblemente, lo seguirán haciendo en el futuro, aunque con una aportación decreciente.

La favorable capacidad de respuesta de la oferta no contrarrestó suficientemente la presión del gasto...

La favorable capacidad de respuesta que mostró la oferta en el transcurso de 2006 no fue suficiente para contrarrestar la presión del gasto sobre los costes y los precios. La evolución de los costes laborales determinó un repunte en la remuneración de los asalariados, cuyo incremento anual se situó en un 3,4% para el total de la economía y en un 2,8% para la economía de mercado, siguiendo en ambos casos un perfil de marcada aceleración a lo largo del ejercicio. Con todo, este aumento fue inferior al que registraron los salarios de convenio, que aumentaron a una tasa del 4,1%, una vez que se tiene en cuenta el efecto de las cláusulas de salvaguarda por la desviación de la inflación del año precedente, y que se estima en casi 1 pp



FUENTE: Eurostat.

en 2006. La brecha entre salarios de convenio y remuneración por asalariado puede estar reflejando la existencia de factores de flexibilización del mercado de trabajo inducidos por los cambios de composición en la oferta laboral. En un contexto en el que los avances de productividad a nivel de la economía de mercado fueron reducidos, el repunte de la remuneración se trasladó a los costes laborales unitarios, que se elevaron en un 2,7%, por encima del crecimiento de los países de la zona del euro. Como excepción destacada de este comportamiento hay que señalar que en la industria, la rama más expuesta a la competencia exterior, los costes unitarios del trabajo descendieron en un 0,3%.

produciéndose un repunte de los costes laborales y de la inflación.

El repunte de los costes laborales, la elevación de los precios del petróleo en la primera parte del año y la continuidad en el proceso de ampliación de márgenes, aunque a menor ritmo que en años anteriores, determinaron que en el promedio del 2006 los precios de consumo experimentaran un leve repunte —hasta alcanzar una tasa del 3,5% en el promedio del año—, y que el diferencial de inflación con la UEM registrara una nueva ampliación, hasta situarse en 1,4 pp (véase gráfico 1.3). El perfil de la inflación a lo largo del ejercicio estuvo muy influido por el precio del petróleo, cuyo encarecimiento alcanzó gran intensidad hasta el verano y una marcada desaceleración posterior, pero también hay que subrayar la persistencia de la inflación en las actividades de servicios, cuyos precios mantuvieron un crecimiento promedio del 3,9%,

así como el leve repunte de los precios de los bienes industriales no energéticos, lo que determinó un pequeño aumento de la inflación subyacente. En los primeros meses de 2007 la inflación ha continuado desacelerándose, impulsada por la caída de los precios energéticos respecto a los registrados un año antes, hasta alcanzar en abril un crecimiento interanual del 2,4%, de manera que el diferencial de precios se situaba en 0,6 pp. No obstante, la inflación subyacente permanecía estabilizada en niveles similares a los de finales del 2006, del 2,5%.

#### **4 Balance, perspectivas y retos**

La fortaleza de la economía española ha sido superior a la que cabía prever a principios de año...

El carácter más expansivo de algunos de los factores que han estado detrás de la larga fase de crecimiento de la economía española en el presente ciclo y, de forma singular en 2006, la mejora de la demanda exterior neta han sustentado la fortaleza de la economía española en dicho año, que ha sido superior a la que cabía prever a comienzos del ejercicio. Entre los factores expansivos presentes en la coyuntura actual conviene destacar la extendida influencia del impulso financiero derivado de la integración en la UEM, que se sigue materializando, a pesar de la subida de tipos de interés en 2006, en unas condiciones monetarias y financieras holgadas para los requerimientos internos (véase recuadro 1.1). Los potentes estímulos de demanda han continuado contando con unas condiciones favorables por el lado de la oferta, como consecuencia de la expansión demográfica, el aumento de la oferta laboral y la existencia de un marco favorable a la generación de empleo.

y ha continuado el proceso de convergencia real.

La potencia y duración de estos impulsos expansivos, junto con el desarrollo de algunos factores de resistencia frente a los desequilibrios y de flexibilidad en la capacidad de adaptación, como consecuencia de la creciente apertura al exterior, del dinamismo demográfico y del avance en la liberalización e integración de los mercados (véase recuadro 1.2), han permitido que la economía española experimentara mejoras significativas en la convergencia real. El PIB per cápita de España se ha elevado en estos ocho años en 6 pp, en relación con el promedio de los países que componen la UEM, alcanzando un nivel relativo del 92,4% en 2006; en términos de la UE 25, el incremento del PIB per cápita ha sido superior, situándose en el 97,5% en ese mismo ejercicio.

Las perspectivas son favorables a la continuidad de la expansión...

La economía española finalizó el año registrando un crecimiento muy sólido, que ha continuado en los primeros meses de 2007, con un crecimiento del PIB real que habría superado ligeramente el 4% con el que finalizó 2006, a la vez que el empleo siguió dando muestras de solidez, con registros similares a los de finales del año pasado. Dentro de la demanda nacional, cabe destacar la fortaleza que ha seguido mostrando el consumo de los hogares, el dinamismo de la inversión en equipo y la continuidad de la suave desaceleración de la inversión en construcción, iniciada en los meses finales de 2006. Por su parte, habría continuado el proceso de mejora en la aportación del sector exterior al crecimiento del producto, en un contexto en el que la desaceleración de las compras al exterior fue más acusada que la ralentización de las exportaciones. En suma, en los primeros meses de 2007 ha proseguido la fase de expansión de la economía española y las perspectivas apuntan a su continuidad en el horizonte más inmediato.

pero existen algunos riesgos motivados por la creciente presión del gasto y por las pérdidas de competitividad que genera...

Siguen existiendo, no obstante, algunas incertidumbres sobre la continuidad del crecimiento de la economía en horizontes más alejados, relacionadas con el alcance de los desequilibrios que se han ido acumulando en esta larga fase expansiva y sobre el ritmo con el que pueden ser reabsorbidos. Tras el clima de bonanza que genera la expansión continuada, existen, junto a los elementos de fortaleza en los que esta se sustenta, una serie de riesgos latentes a medio plazo que han de ser tenidos en cuenta en las decisiones estratégicas de los agentes y, sobre todo, en el diseño de las políticas económicas.

Durante el largo período en el que el crecimiento de la demanda ha excedido de forma sistemática el dinamismo del valor añadido se han venido produciendo, como ya se ha señalado, aumentos de precios y costes superiores a los de nuestros competidores, que han provocado un deterioro

Existen diversos indicadores para evaluar el grado de presión o impulso ejercido por las condiciones monetarias en un área económica. Entre ellos, la medida más utilizada suele ser un tipo de interés real a corto plazo. Puesto que el banco central interviene directamente en los mercados de dinero, esta medida está ligada a la evolución de los tipos de interés oficiales y guarda una estrecha relación, a través de la estructura temporal de tipos, con los que determinan las decisiones de gasto e inversión de los agentes. Sin embargo, no tiene en cuenta otros elementos que contribuyen a determinar el tono de la política monetaria. Así, es habitual combinar los movimientos en el tipo de interés real con las variaciones en el tipo de cambio de la moneda local, mediante la construcción de los denominados índices de condiciones monetarias (ICM), donde el peso que se asigna a cada una de las dos variables depende de su relevancia para influir en la actividad económica<sup>1</sup>. Por otra parte, el impacto de la política monetaria no es independiente del momento cíclico en que se sitúa una economía, dado que un mismo nivel de tipos de interés reales puede ser contractivo en un contexto de atonía en el crecimiento y expansivo en otro de fortaleza. Para recoger este efecto suelen utilizarse indicadores basados en la regla de Taylor. Finalmente, el análisis

del tono de las condiciones monetarias se realiza, a menudo, a partir de la consideración del comportamiento de los principales agregados monetarios y crediticios.

Como puede verse en el panel superior izquierdo del gráfico adjunto, la economía española ha registrado, desde su incorporación a la unión monetaria, unos tipos de interés reales a corto plazo históricamente reducidos, e incluso negativos durante gran parte del período considerado. Asimismo, el tipo de interés oficial ha sido inferior al estimado por una regla de política monetaria estándar, del tipo propuesto por Taylor<sup>2</sup>. Por su parte, los ICM se sitúan, desde los últimos años de la década de los noventa, predominantemente por debajo de su media histórica, al tiempo que la cantidad de dinero (M3) y el volumen de crédito concedido al sector privado habrían elevado su

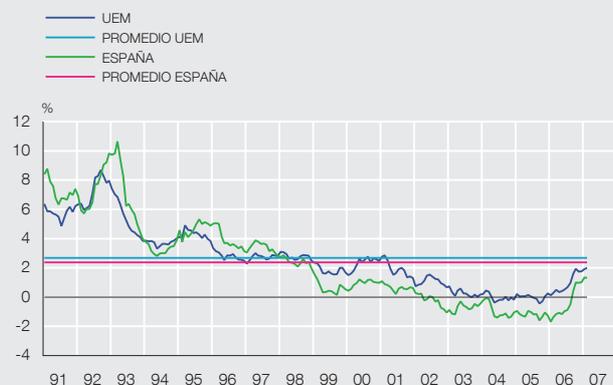
2. La conocida como «regla de Taylor» establece una relación entre los tipos de intervención oficiales  $i_t$ , un tipo de interés real de equilibrio ( $r^*$ ), un nivel objetivo de inflación ( $\pi^*$ ), la desviación de la inflación observada con respecto a su objetivo ( $\pi - \pi^*$ ) y una medida de presión de demanda ( $y - y^*$ ):

$$i_t = r^* + \pi^* + a_1(y - y^*)_{t-1} + a_2(\pi - \pi^*)_{t-1}$$

Los valores utilizados son ( $a_1$ ) y ( $a_2$ ) del 0,5 y 1,5, respectivamente, ( $r^*$ ) del 2% y ( $\pi^*$ ) del 2%. Debido a la falta de consenso sobre el tipo de interés de equilibrio, este indicador se calcula habitualmente para un intervalo de tipos (1%-3%) cuyo punto central es el 2%. Las conclusiones que se obtienen son similares si se considera cualquier tipo de interés real comprendido en ese intervalo.

1. Para mayor detalle sobre este indicador, véase el artículo titulado «Un índice de condiciones monetarias y presupuestarias», en el *Boletín Económico* del Banco de España de julio-agosto de 2006.

### 1 MERCADO INTERBANCARIO. TIPOS DE INTERÉS REALES A 3 MESES

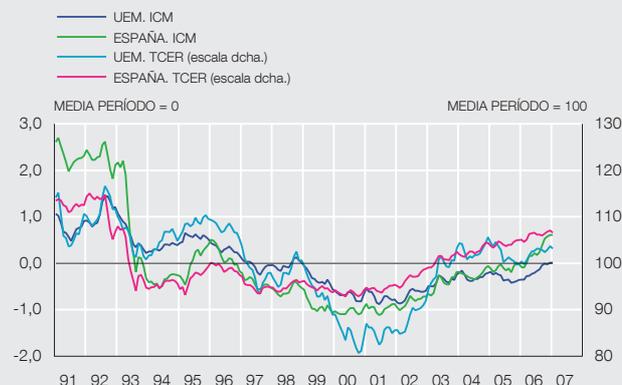


### 3 DIFERENCIAS ENTRE EL TIPO DE INTERVENCIÓN Y LA REGLA DE TAYLOR

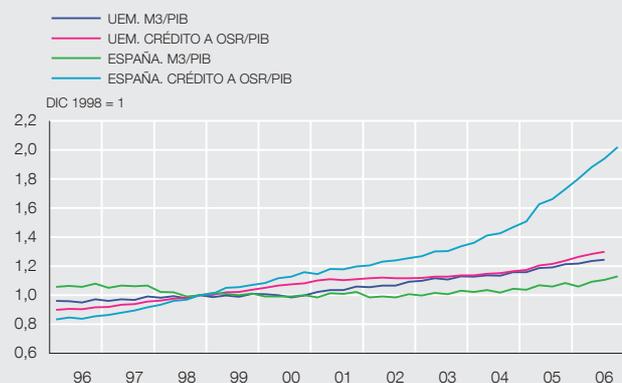


FUENTES: BCE y Banco de España.

### 2 ÍNDICE DE CONDICIONES MONETARIAS



### 4 M3 Y CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN RELACIÓN CON EL PIB



peso sobre el PIB en el conjunto del período transcurrido desde el inicio de la tercera fase de la UEM. Es decir, todos los indicadores analizados señalan el carácter expansivo de las condiciones monetarias en España durante dicho período. Para el área del euro, estos indicadores también muestran holgura en sus condiciones monetarias, si bien con menor intensidad que para España.

Desde finales de 2005, la aparición de riesgos al alza sobre la estabilidad de precios en la zona euro, a medida que se afianzaba la recuperación económica, llevó al BCE a eliminar gradualmente parte de ese impulso monetario expansivo. No obstante, los indicadores que se presentan reflejan que, desde una perspectiva histórica larga, las condiciones monetarias a principios del año 2007 pueden calificarse todavía de relativamente holgadas, especialmente en el caso de España.

Así, los tipos de interés reales a corto plazo en nuestro país se sitúan en niveles reducidos (inferiores al 2%), lo que en el contexto cíclico actual de la economía española supone un significativo impulso expansivo, como revela el panel inferior izquierda del gráfico adjunto<sup>3</sup>.

3. Cabe señalar además que, resultado de los cambios acaecidos en el contexto macroeconómico y en los mercados financieros, el coste actual de la financiación bancaria y de la obtenida en los mercados de deuda a medio y largo plazo se sitúa también en niveles históricamente bajos.

En términos del ICM, la pérdida de competitividad acumulada desde 1999 y el importante impacto estimado de las variaciones en el tipo de cambio sobre la economía española (tres veces superior al de la UEM) se traducen en una reducción más acusada del impulso monetario en España —que, de acuerdo con este indicador, sería inferior al que prevalece para el conjunto del área—.

La holgura de las condiciones monetarias actuales se refleja también en el crecimiento elevado que siguen registrando los ratios de crédito concedido al sector privado y cantidad de dinero sobre PIB. Así, a pesar de que la primera comenzó a mostrar signos de desaceleración en la segunda mitad de 2006, su tasa de variación en España es todavía muy alta y superior a la registrada en el área del euro (16,7% y 6,7%, respectivamente, a finales de año). Asimismo, el volumen relativo de activos líquidos en poder del público mostraba tasas superiores al 4% en ambas áreas.

En conjunto, aunque las condiciones monetarias en la UEM experimentaron un proceso importante de normalización a lo largo de 2006, juzgadas en términos históricos estas continúan favoreciendo las decisiones de gasto de los agentes, particularmente en el caso de la economía española.

de los índices de competitividad-precio relativamente generalizado en el transcurso de todo el período de participación en la UEM; si bien se partía de una posición inicial favorable, como consecuencia del tipo de cambio de conversión al euro, y el desajuste acumulado resulta inferior al registrado en episodios anteriores de pérdida de competitividad (véase gráfico 1.4). Hay que tener en cuenta, no obstante, que esta pérdida de competitividad ha tenido lugar al tiempo que se producían importantes transformaciones en la estructura comercial a nivel mundial y en la organización de los procesos productivos, como consecuencia de la irrupción en los mercados internacionales de nuevos potentes competidores, como China y otras economías emergentes del sudeste asiático y de los países del centro y del este de Europa, algunos de los cuales exhiben patrones de especialización productiva y comercial similares a los de la economía española.

como muestra el descenso de cuotas de las exportaciones...

Aunque muchas de las transformaciones recientes a nivel internacional y de la propia economía española tienden a difuminar la relación entre la evolución de los índices de competitividad-precio y los flujos comerciales y a dificultar el diagnóstico de su verdadero alcance, sigue siendo necesario vigilar con atención todos los factores que pueden estar representando posibles riesgos para la competitividad de la economía española.

Así, en 2006 ha continuado, por tercer año consecutivo, la pérdida de cuota de las exportaciones españolas en sus mercados de exportación, aunque a un ritmo sensiblemente inferior al de los dos ejercicios previos, y localizada en el mercado de la UE, a pesar de la recuperación de las ventas de productos españoles en los países que componen la Unión. Por su parte, la cuota en los mercados extracomunitarios permaneció relativamente estable, tras los malos resultados de 2005. El descenso de cuotas está siendo un fenómeno relativamente generalizado entre los países desarrollados, en el contexto de creciente globalización descrito, pero en

Tras la recesión sufrida a principios de la década de los años noventa, la economía española ha experimentado un período continuado de crecimiento económico que le ha permitido recortar apreciablemente el diferencial de renta per cápita que le separaba de otras economías europeas. Este avance en la convergencia real ha estado apoyado en una serie de factores que han impulsado la demanda y la oferta de la economía, pero también en una mejora apreciable en su funcionamiento estructural, que ha sido fundamental para acomodar la intensidad y la duración de este proceso de crecimiento económico.

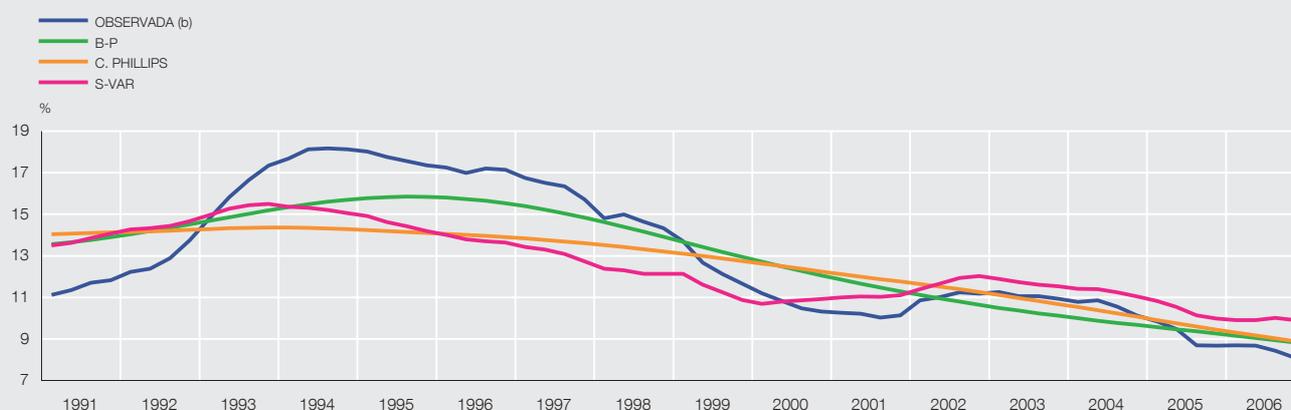
A lo largo de este período, como se puede observar en el gráfico 1, se ha producido una reducción apreciable del componente estructural o de largo plazo del desempleo, desde niveles superiores al 15% a mediados de los años noventa hasta algo por debajo del 9% en 2006, según las diferentes estimaciones disponibles<sup>1</sup>. Esta reducción de la tasa de desempleo de equilibrio ha contribuido decisivamente a

la sostenibilidad del proceso de creación de empleo, mitigando notablemente las presiones inflacionistas que se podían haber derivado de una reducción tan considerable como la observada en la tasa de desempleo.

Las distintas reformas laborales de los años noventa contribuyeron a este mejor comportamiento estructural del mercado de trabajo, si bien, en el período más reciente, el progreso adicional no puede atribuirse solo a cambios en las instituciones del mercado laboral. Por una parte, factores de carácter externo como el proceso de integración europea o el entorno de creciente competencia internacional han podido desempeñar un papel relevante. Por otra parte, el importante impulso de oferta provocado por la inmigración, especialmente, y por el avance de la participación femenina aparece, en los últimos cinco años, como un factor decisivo a la hora de explicar la reducción de la tasa de desempleo estructural de la economía. Este incremento de la oferta ha supuesto, además, un aumento notable de la tasa de crecimiento potencial de la economía, que se ha elevado, en el período 2001-2006, hasta el 3,5%, alrededor de medio punto porcentual por encima de la estimada para la década de los años noventa.

1. Para más detalles puede verse Izquierdo, M., y A. Regil (2006), «Actualización de las estimaciones de la tasa de desempleo estructural de la economía española», *Boletín Económico* del Banco de España, pp. 57-62, septiembre.

1 TASA DE PARO OBSERVADA Y ESTIMACIONES DE LA NAIRU (a)



2 ESTIMACIÓN DE LA RIGIDEZ DE LOS SALARIOS REALES (c)

	Desempleo en niveles	Desempleo en diferencias
1980-1997	5,53	1,34
1998-2005	1,43	0,58

3 ELASTICIDADES DE PRECIOS Y SALARIOS SEGÚN EL MTBE

	Estimación 1980-1998		Estimación 1986-2005	
	Corto plazo	A tres años	Corto plazo	A tres años
<b>DEFLACTOR DEL VALOR AÑADIDO</b>				
Salario real	0,43	0,73	0,23	0,78
Productividad		0,26		0,52
<b>SALARIOS</b>				
Productividad	0,47	0,88	0,45	1,02
Desempleo	-0,19	-0,39	-0,32	-0,26

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Series desestacionalizadas.
- b. Antes de 2005, serie enlazada en el Servicio de Estudios del Banco de España.
- c. Incremento acumulado del desempleo a largo plazo tras un shock a corto plazo sobre los salarios reales, estimado a partir de la función respuesta a impulso del modelo VAR.

Por otra parte, distintas estimaciones indican que la economía española ha incrementado su flexibilidad en los últimos años, en el sentido de que se observa una mayor reacción o capacidad de ajuste ante distintas perturbaciones económicas. Una forma de medir el grado de flexibilidad de la economía es a partir de la estimación de la rigidez de los salarios reales, una variable que resulta clave para el ajuste de la economía ante distintos tipos de *shocks*. Esta estimación puede realizarse a partir de un modelo VAR estructural que relaciona el desempleo con los salarios reales<sup>2</sup>. En este modelo, la rigidez salarial real se estima a partir del coste, en términos de desempleo, de un *shock* transitorio sobre los salarios, que puede estar relacionado tanto con la oferta como con la demanda de trabajo. La respuesta del desempleo a largo plazo ante este *shock* transitorio será menor cuanto más flexible sea el ajuste de los salarios en términos reales. Este modelo ha sido estimado para dos subperíodos (1980-1997 y 1998-2005); los resultados se presentan en el cuadro 2 adjunto. Se puede observar que la medida de rigidez salarial real, esto es, el coste estimado en términos de incremento del desempleo tras el *shock* salarial, se reduce de manera muy importante en el segundo subperíodo, indi-

cando un aumento considerable de la respuesta de los salarios reales ante una perturbación<sup>3</sup>.

Finalmente, a partir del modelo trimestral del Banco de España, recientemente reestimado con datos desde 1986 hasta 2005, se puede analizar en qué medida se detecta un funcionamiento más flexible de la economía examinando el ajuste de variables nominales, como los salarios o los precios, ante perturbaciones reales. La respuesta del nuevo modelo, estimado con datos hasta el año 2005, se compara con la obtenida en el modelo antiguo, que se basaba en los datos entre 1980 y 1998. Como se puede observar en el cuadro 3 adjunto, las nuevas estimaciones apuntan a que los precios de la economía —medidos a través del deflactor del valor añadido de la economía de mercado— dependen más de sus determinantes en términos reales, como la productividad o los salarios reales. Según el nuevo modelo, también se aprecia una mayor respuesta de los salarios en términos nominales ante un *shock* de productividad y ante cambios en el desempleo, aunque en el caso del desempleo la mayor sensibilidad solo se detecta a corto plazo.

2. Una estimación similar es realizada, para los países europeos antes de la integración en una unión monetaria, en Viñals, J., y J. F. Jimeno (1996), «Monetary Union and European Unemployment», CEPR Discusión Paper 1485.

3. El modelo ha sido estimado con el desempleo en niveles y en diferencias para contrastar en qué medida estos resultados dependen del supuesto realizado sobre la estacionariedad de la serie de desempleo, pero, como se puede observar también en el cuadro 2 adjunto, los resultados son similares en ambos casos.

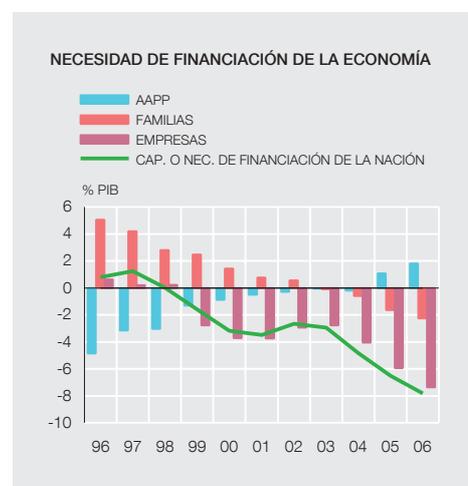
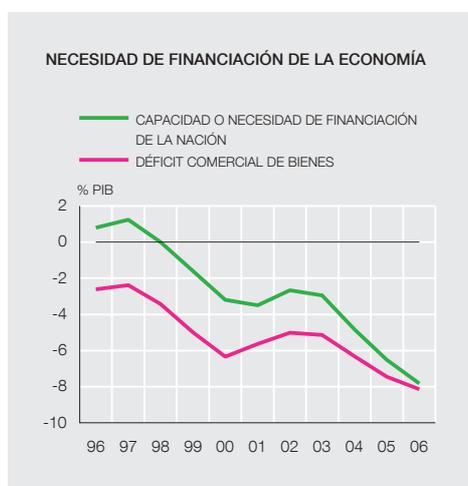
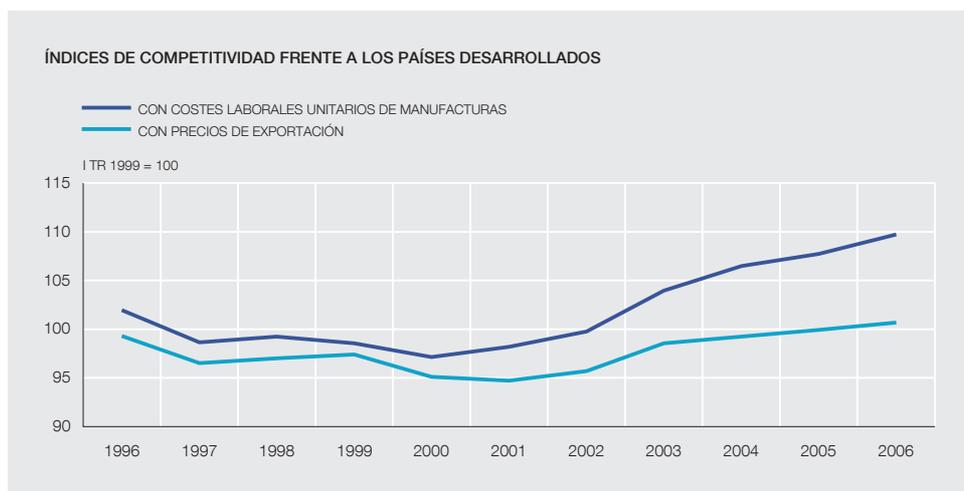
España el escaso avance de los productos españoles en el exterior ha empezado a ser perceptible en los años posteriores al ingreso en la UEM, al finalizar la década pasada, estabilizándose en niveles algo inferiores a lo que justificaría el peso de la economía española en el PIB mundial. Por otra parte, la diversificación de las exportaciones por productos y países avanza lentamente —si bien, como se ha señalado anteriormente, en 2006, la recuperación de las ventas ha sido relativamente generalizada—, al tiempo que se observa una presencia muy escasa de productos españoles en los mercados extracomunitarios, con mayor potencial de crecimiento, y una excesiva concentración de las ventas relacionadas con el sector del automóvil, que se está viendo sometido a un proceso de intensa reconversión a nivel mundial.

y la creciente penetración de las importaciones...

La pujanza de las importaciones también apunta hacia la existencia de riesgos de pérdida de competitividad, por cuanto indica un crecimiento sostenido de la penetración de productos importados en nuestro mercado interior y, en particular, de aquellos procedentes de los países de rápida industrialización. Una parte de estas importaciones está muy relacionada con la inversión en equipo y con el proceso de recuperación industrial al que estamos asistiendo, pero también refleja una elevada filtración de las presiones de gasto hacia el exterior.

por lo que el déficit exterior sigue aumentando...

El desequilibrio exterior sigue aumentando debido al incremento del déficit comercial, pero también como consecuencia del deterioro de otras rúbricas de la balanza de pagos, como las rentas netas que han de satisfacerse por la creciente deuda externa acumulada y las transferencias corrientes al exterior, debido al mayor peso de las remesas de emigrantes. La prolongación de un escenario de estas características puede terminar afectando negativamente a la capacidad de generar rentas en el interior de la economía e incidir sobre el crecimiento del PIB. Es necesario tener en cuenta que dentro de una Unión Monetaria la recuperación de la



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

competitividad solo puede realizarse mediante los costes y los precios relativos, por lo que la naturaleza y el alcance del ajuste dependen en gran medida del grado de flexibilidad nominal y real que muestre la economía. Si existen rigideces importantes, el ajuste tenderá a producirse a través de la desaceleración del ritmo de crecimiento del producto y del empleo, y la absorción de las pérdidas de competitividad serán más difíciles y costosas.

reflejando el crecimiento del endeudamiento de hogares y empresas.

El deterioro del déficit exterior refleja la persistencia de un aumento del gasto de los residentes superior al que están registrando las rentas, lo que se manifiesta en un recurso creciente de los hogares y empresas no financieras al endeudamiento, que no puede crecer indefinidamente sin que se vea afectada su capacidad de gasto. Desde esta perspectiva, el déficit exterior representa una señal de las dificultades que pueden encontrar los agentes para mantener de forma sostenida un patrón de gasto que dé continuidad al impulso interno al crecimiento a medio plazo. En el capítulo siguiente se profundiza en la naturaleza de los riesgos que genera el dinamismo del gasto dentro de la UEM y de los procesos de reabsorción de los desequilibrios.

El recurso a la financiación crediticia de los hogares siguió aumentando, aunque en la última parte del año mostró una inflexión...

En el caso de los hogares, como ya se ha señalado, el recurso a la financiación crediticia para acometer sus planes de consumo y de inversión residencial siguió aumentando a buen ritmo en 2006, con incrementos en el entorno del 20%, si bien en los últimos meses de ese año y en los primeros de 2007 mostró una inflexión —que seguramente no fue ajena al ascenso en el coste de

financiación—, que fue más acusada en el crédito para adquisición de vivienda, dado que el crédito al consumo siguió mostrando cierta aceleración. En cualquier caso, la expansión del crédito volvió a superar el aumento de las rentas de las familias, prolongándose un año más el perfil ascendente de la ratio de deuda sobre la renta bruta disponible, que finalizó el año en un 125%. Este hecho, junto con la elevación en el coste de la financiación, determinó que, una vez atendidas las obligaciones financieras de los hogares, la capacidad de ahorro del sector experimentara un nuevo retroceso.

mientras que el recurso a la financiación de las empresas siguió un perfil de clara aceleración.

El desarrollo de la actividad empresarial, que, como se ha visto, alcanzó un gran dinamismo en 2006, requirió, por el contrario, un recurso creciente a la financiación ajena, variable que al finalizar el año crecía a una tasa ligeramente superior al 28%. Ello provocó nuevos incrementos en la ratio de deuda sobre resultados y, como consecuencia del aumento en el coste de la financiación, un ascenso de la proporción de los mismos que se destinan a cubrir los gastos financieros.

El endurecimiento de las condiciones monetarias y la desaceleración del precio de la vivienda están ayudando a corregir algunos elementos de riesgo...

En conjunto, en 2006 se produjeron algunos avances en la corrección de los elementos de riesgo relacionados con la posición financiera de los hogares. Por una parte, la desaceleración en los incrementos del precio de la vivienda —que finalizaron el año con alzas ligeramente superiores al 9%, frente al 12,8% de finales de 2005— apunta a una normalización gradual del sector inmobiliario tras el intenso auge vivido; por otra, la elevación de los tipos de interés está contribuyendo a atenuar el ritmo de avance del crédito de las familias, tras varios años de fuerte expansión y de aumento de la exposición del sector a posibles desarrollos adversos. En el caso de las empresas, en cambio, se ha producido un creciente endeudamiento que en alguna medida se explica por las estrategias de diversificación seguidas ante la maduración de determinadas actividades productivas, pero que no están exentas de las incertidumbres que acompañan el inicio de nuevas líneas de negocio o la penetración en nuevos mercados.

pero las políticas económicas han de diseñarse para evitar preventivamente su posible materialización.

Es necesario, sin embargo, que se continúe avanzando en la corrección de los elementos de riesgo que aún perviven, pues su materialización podría terminar afectando a las decisiones de gasto de los agentes y, en último término, a la senda de crecimiento de la economía. Por ello, es preciso aprovechar los tiempos de bonanza económica para diseñar políticas económicas, cuyo detalle se aborda más adelante, que den continuidad a las desarrolladas en los últimos años —por ejemplo, en el ámbito de la consolidación presupuestaria— y contribuyan a mitigar estos riesgos, así como a evitar que su aparición se produzca cuando se vayan extinguiendo algunos de los factores que han sustentado esta larga fase expansiva. De este modo, la economía española estará en mejores condiciones para hacer frente a perturbaciones inesperadas y para continuar avanzando en la convergencia real.

Las condiciones monetarias siguen siendo holgadas y la política fiscal debe contribuir a contener la presión del gasto.

La política monetaria ha retirado gradualmente su marcado tono acomodante en 2006, pero las condiciones monetarias, que vendrán dictadas por las necesidades de mantener la estabilidad de precios en el conjunto del área del euro, seguirán siendo, con gran probabilidad, holgadas para los requerimientos de la economía española en el transcurso de 2007. De este modo, la política fiscal deberá seguir contribuyendo a la contención y al reequilibrio de la demanda interna. En 2006 el saldo de las AAPP ha arrojado un superávit del 1,8% del PIB, dando continuidad a una estrategia de saneamiento de las finanzas públicas iniciada en la segunda mitad de la década pasada, que la ha llevado a situarse entre el grupo de países europeos con mejores resultados fiscales. A lo largo de este proceso, la deuda pública ha experimentado un extraordinario recorte, hasta situarse en un nivel del 39,8% del PIB.

Las proyecciones fiscales del Gobierno en la última actualización del Programa de Estabilidad prolongan la senda de superávit de la cuenta de las AAPP para los tres próximos años, según

una trayectoria descendente. El mejor punto de partida que supone el saldo final de la cuenta de las AAPP en 2006, que ha excedido en 0,5 pp el previsto en la mencionada actualización, y la continuidad del dinamismo económico en el corto plazo apuntan, sin embargo, a que sería deseable destinar los excesos de recaudación, si los hubiera, a afianzar la fortaleza de la posición fiscal, como ha sido, en parte, la práctica en los últimos años.

La política presupuestaria ha de tener en cuenta que los buenos resultados fiscales obtenidos en los últimos años reflejan también la confluencia de fenómenos de carácter extraordinario que han contribuido a aumentar los ingresos de forma transitoria —en alguna medida este es el caso del incremento de recaudación vinculado al dinamismo del mercado inmobiliario— así como a reducir los gastos por el descenso acumulado de la carga de intereses. Por todo ello, la programación presupuestaria para los próximos ejercicios debe tender a evitar deslizamientos en el nivel del gasto primario como proporción del PIB y centrar todo su esfuerzo en promover ganancias de eficiencia en la gestión del gasto y de los ingresos públicos que den margen para promover mejoras en la calidad de la actuación de las AAPP. En esta tarea, las CCAA tienen que desempeñar un papel fundamental, dado que son responsables de la gestión de grandes partidas de gasto relacionadas con servicios públicos, que son trascendentales para potenciar el crecimiento a largo plazo así como el bienestar social, como son la educación y la sanidad. Sobre las CCAA recaerá además el peso de la gestión de las situaciones de dependencia.

Las finanzas públicas se enfrentan, a pesar de la sólida situación actual, a importantes retos a medio y largo plazo como consecuencia de la presión que ejercerá sobre el gasto público una población cada vez más envejecida. Ello impulsará al alza no solo el gasto en pensiones sino también el correspondiente a sanidad y cuidado de los mayores. En la coyuntura actual, la estrategia adoptada para hacer frente a esta cuestión se apoya fundamentalmente en aportaciones al fondo de reserva y en recortes en la ratio de deuda pública con respecto al PIB. No obstante, es necesario complementar estas iniciativas con otras que profundicen y den continuidad a las que se adoptaron en 2006, que incentiven la participación laboral de los mayores y que contribuyan a racionalizar los sistemas de previsión social, en línea con las medidas que se están adoptando en otros países europeos, y que consisten principalmente en la revisión de algunos parámetros de los sistemas de reparto y en la introducción de elementos de capitalización a distintos niveles.

pero además hay que avanzar en las reformas que aumenten la capacidad de ajuste de la economía,...

Simultáneamente es imprescindible dotar a la economía con nuevos mecanismos de flexibilidad, seguir avanzando en su capitalización, en un sentido amplio, y reforzar el entono competitivo en el que los agentes toman sus decisiones. Todo ello es necesario para impulsar el crecimiento de la productividad y promover las ganancias de eficiencia que se requieren para absorber las pérdidas de competitividad acumuladas en los últimos años y ampliar la capacidad de crecimiento a medio plazo.

acometiendo las modificaciones pendientes en el mercado de trabajo...

El funcionamiento del mercado de trabajo ha mostrado en los últimos años una mejora sustancial que ha permitido conciliar una elevada capacidad de generación de empleo con un proceso de cierta moderación salarial, aunque insuficiente para corregir el diferencial de costes laborales con los países de la UEM. Este cambio se ha producido, sin embargo, sin que se hayan introducido modificaciones sustanciales en las instituciones del mercado de trabajo, por lo que es posible que los elementos de flexibilización que se observan durante esta larga etapa de fuerte creación de empleo se deban, sobre todo, al hecho de que el importante aumento de la oferta laboral ha estado protagonizado por colectivos con salarios de reserva más bajos y que presentan una mayor movilidad laboral, tanto geográfica como sectorial, sobre todo en el caso de los trabajadores inmigrantes.

En este sentido, los dos problemas básicos del mercado de trabajo español son los mecanismos de rigidez que incorpora la negociación colectiva —que no facilita suficientemente la adecuación de los incrementos salariales a las características diferenciales de sectores y empresas—, así como los elevados costes de despido de los contratos indefinidos, que son determinantes de un sesgo hacia la contratación temporal que, hasta el momento, la reforma laboral introducida el año pasado no parece haber aliviado de manera significativa. Las consecuencias que se derivan de estos elementos de rigidez son menos importantes en una fase de expansión como la actual; pero existe el riesgo de que, ante una desaceleración cíclica, los salarios reaccionen en menor medida y el ajuste recaiga principalmente sobre el empleo temporal, no estando garantizada la continuidad en la generación de empleo en contextos macroeconómicos menos favorables. Por ello es necesario dar pasos adicionales en la reducción de la rigidez de la contratación indefinida y modificar el sistema de negociación para permitir una mejor adaptación de los salarios a las condiciones particulares de las empresas.

mejorando la calidad de la educación...

Estas medidas han de complementarse con una sustancial mejora en la calidad de la educación y del capital humano que permita adecuar las capacidades de la fuerza laboral a las nuevas demandas, mediante la implementación de reformas que corrijan el déficit en educación secundaria, reorienten los estudios universitarios y promuevan la formación continua de los trabajadores.

y culminando los procesos de liberalización emprendidos en los últimos años.

Se requiere perseverar en el desarrollo de políticas de liberalización, que ayuden a la generación de los incentivos adecuados para la propagación de innovaciones y de ganancias de eficiencia en los procesos productivos. De hecho, reforzar el entorno competitivo en el que las empresas desarrollan su actividad es un requisito para que puedan estar en mejores condiciones para competir en el exterior. Para ello es necesario culminar los procesos de liberalización emprendidos en los últimos años, principalmente en las industrias de red, por ser esta una vía potencialmente muy potente de propagación de mejoras de eficiencia hacia la economía en su conjunto. En el sector eléctrico es preciso dar un impulso a la competencia a todos los niveles y abordar, en particular, las modificaciones necesarias para clarificar el marco retributivo de los distintos segmentos de actividad. En el mercado de telecomunicaciones, los efectos del aumento de la competencia sobre precios y cuotas se han dejado sentir con mayor intensidad, si bien se mantiene una brecha significativa en la implantación de las nuevas tecnologías en los hogares españoles, que puede ser indicativa de problemas subyacentes en el sector. Por último, en relación con el transporte, el retraso en la liberalización programada del sector ferroviario ha demorado la introducción de competencia en el sector.

Es imprescindible avanzar también en la definición de un marco regulatorio más sencillo y transparente, sobre todo en el ámbito de las actividades de servicios, que permita dar pasos más firmes hacia la construcción del mercado único, así como acelerar la puesta en marcha de la directiva de servicios. En este sentido, cabe destacar que la existencia de regulaciones en las CCAA que imponen diferentes grados de restricción en actividades tan relevantes para el funcionamiento de la economía en su conjunto, como pueden ser el comercio al por menor o el suelo, no contribuyen al logro de este objetivo y pueden terminar generando distorsiones en la asignación de recursos.

En resumen, para consolidar hacia el futuro ritmos de crecimiento elevados, es preciso ampliar el potencial de crecimiento de la economía y mejorar los resortes de flexibilidad de los que dispone. Las actuaciones mencionadas en esta última sección, relativas a la actuación del sector público, el mercado de trabajo, el capital humano y el incremento de competencia en los mercados de bienes y servicios, se encuentran en buena medida recogidas en el Programa Nacional de Reformas que aprobó el Gobierno en octubre de 2005; por lo que una implementación decidida de las medidas que contempla, en el marco de las revisiones anuales previstas, contribuiría sin duda al logro de los objetivos mencionados.

## 2 EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: ALGUNOS DETERMINANTES BÁSICOS

### 1 Introducción

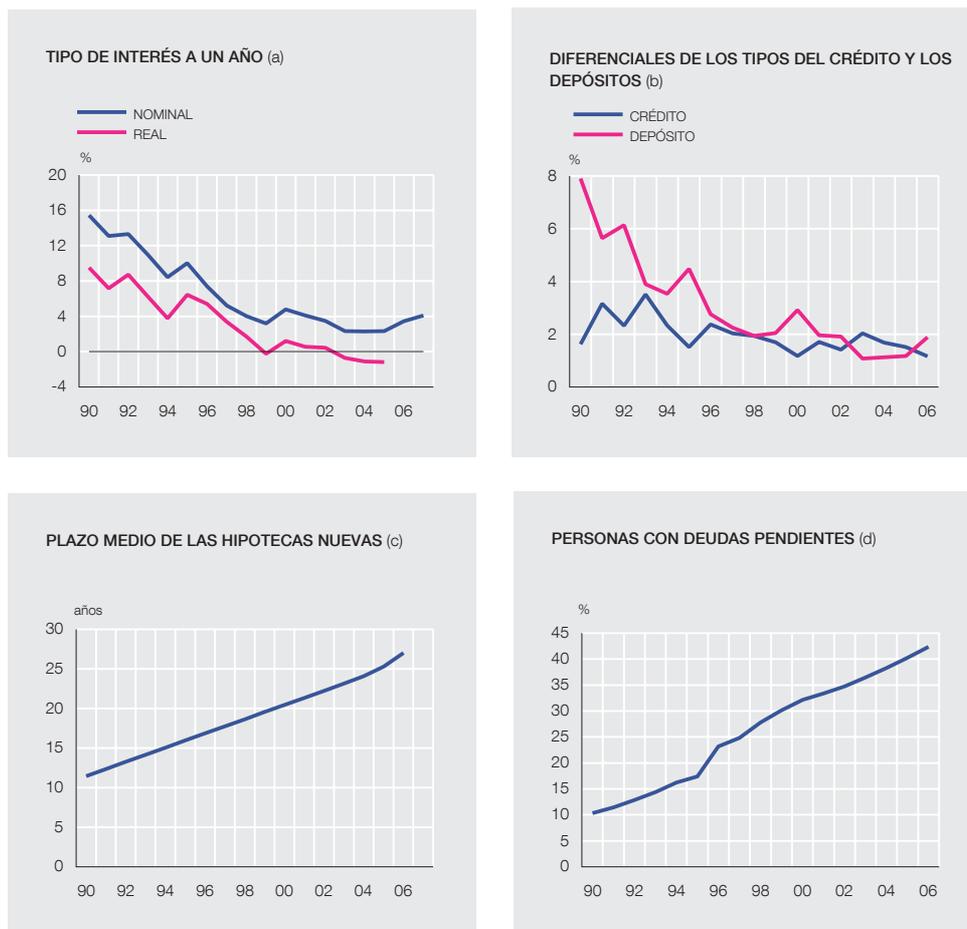
Como se ha comentado en el capítulo I de este Informe, la economía española sigue inmersa en una larga fase de expansión que se inició a mediados de la década de los años noventa del siglo pasado. Esta etapa de crecimiento sostenido es la consecuencia de una pluralidad de elementos desencadenantes relacionados, en gran medida, con el proceso de convergencia nominal y el posterior ingreso en la Unión Económica y Monetaria. Así, el asentamiento de un régimen de estabilidad macroeconómica, favorecido por la credibilidad antiinflacionista de la autoridad monetaria común y la consolidación fiscal, el aumento de la participación laboral, la mejora del funcionamiento del mercado de trabajo, como consecuencia de las sucesivas reformas, y los procesos de liberalización y privatización abordados han ejercido un efecto expansivo pronunciado. Entre todos estos desarrollos, los cambios en las condiciones de financiación de los agentes y los intensos flujos inmigratorios han sido los factores que han ocasionado un impulso más potente sobre el crecimiento de nuestra economía en los últimos años.

En un entorno de menor incertidumbre sobre la evolución futura de las rentas, la mejora de las condiciones de acceso a la financiación y la reducción de su coste han propiciado que empresas y familias reduzcan su propensión al ahorro y aumenten el gasto de inversión mediante el recurso al crédito. Una gran parte de la financiación obtenida por el sector privado de la economía ha sido destinada a la adquisición de activos inmobiliarios, lo que ha contribuido a alimentar una pronunciada expansión de la actividad y el ascenso de los precios en el mercado de activos residenciales. Esto ha ocurrido a la vez que la inmigración, al aumentar la disponibilidad del factor trabajo, ha posibilitado la ampliación de la capacidad productiva y favorecido la contención de los costes salariales.

Ambos factores, la reducción de los costes financieros y la inmigración, no solo se encuentran en la base del dinamismo de la economía española en los últimos años sino que, además, contribuyen a explicar algunas de las pautas de crecimiento que ha seguido. Tal es el caso del predominio de los sectores intensivos en mano de obra, como consecuencia de los cambios producidos en la dotación y los costes relativos de factores, y de las transformaciones que el abaratamiento de la financiación ha producido sobre la composición del gasto de los sectores residentes.

A pesar del efecto expansivo de la inmigración sobre la oferta agregada de la economía, el gasto doméstico ha crecido más intensamente que las rentas del sector privado, por lo que se ha producido un aumento pronunciado de las necesidades de financiación y de los ratios de endeudamiento de los hogares y las empresas no financieras. Ello se ha traducido, a pesar del ahorro generado por las Administraciones Públicas, en un incremento de los compromisos financieros del conjunto de la economía a los que los agentes residentes deberán hacer frente en el futuro.

El análisis de las perspectivas de la economía española requiere el estudio de la naturaleza y, en particular, de la persistencia de los factores que han impulsado su crecimiento en los últimos años y de las implicaciones macroeconómicas del aumento de las necesidades de financiación de la nación. En este capítulo se profundiza en el análisis de estos dos factores de impulso del crecimiento de la economía española, caracterizando las condiciones financieras de la economía y explorando la evidencia disponible sobre los efectos macroeconómicos de la inmigración. Además se considera el significado del aumento de las necesidades de financiación de la economía española en el marco de su integración en la UEM y se abordan algunas características del posible escenario de ajuste.



FUENTES: INE, Colegio de Registradores y Banco de España.

- a. Mibor hasta diciembre 1998 y Euribor desde enero 1999. Media anual.
- b. Diferencial entre los tipos de operaciones nuevas e interbancario a un año (valor absoluto).
- c. Desde 2004 los datos provienen del Colegio de Registradores. Con anterioridad se ha realizado una interpolación lineal partiendo de datos obtenidos de la Asociación Hipotecaria Española.
- d. Personas físicas residentes con deudas pendientes sobre total de población mayor de veinte años. Con la Circular 3/95 se redujo el límite para declarar las deudas de cuatro a un millón de pesetas.

**2 Condiciones financieras**

Considerable reducción del coste de la financiación,

aunque posiblemente inferior a lo que sugieren los indicadores convencionales.

La forma más gráfica de ilustrar la considerable relajación de las condiciones financieras en nuestro país es representando la evolución de los tipos de interés. Como se observa en el gráfico 2.1, los tipos de interés nominales a un año cayeron entre 1990 y 1999 casi 13 puntos porcentuales. Desde entonces, han permanecido en registros reducidos, inferiores a la media histórica de los países con mayor tradición de estabilidad de precios, a pesar del repunte que han experimentado desde finales de 2005 y que está conduciendo a una gradual normalización de las condiciones monetarias. El bajo nivel de los tipos de interés ha sido la consecuencia de la moderación de las presiones inflacionistas en un contexto de atonía de la actividad en la zona del euro, que ha propiciado el mantenimiento de una política monetaria acomodante por parte del BCE. De este modo, el impulso que ha supuesto la reducción de los tipos de interés durante el proceso de convergencia se ha visto reforzado en los últimos años por el tono de la política monetaria común, orientada a las condiciones cíclicas del conjunto de la UEM, que han resultado persistentemente menos expansivas que las de la economía española.

Los tipos de interés actúan, en primera instancia, sobre las condiciones económicas a través de su efecto sobre el valor de los activos financieros y reales y, especialmente, sobre el coste de la financiación (o de oportunidad) del gasto. Aunque el valor concreto de este coste varía

según la calidad crediticia de los prestatarios y los instrumentos de financiación elegidos, debe, en todo caso, guardar una relación directa con la remuneración real mínima exigida por los ahorradores para prestar fondos cuando su inversión no conlleva ningún riesgo. En ausencia de instrumentos indicados a la tasa de inflación, este tipo de interés real puede calcularse como la diferencia entre el tipo de interés nominal al plazo relevante y la inflación media esperada en ese horizonte, añadiendo una prima que compense por el riesgo que conlleva la evolución incierta de los precios.

Una forma simple de aproximar el coste real de financiación es a través de los tipos de interés deflactados por la tasa de inflación observada (tipos reales ex post). Esta variable ha disminuido en España algo menos que los tipos nominales —unos diez puntos porcentuales desde 1990—, debido a la reducción de la inflación a lo largo del periodo. No obstante, para que los tipos reales ex post constituyan una buena aproximación de los tipos relevantes para las decisiones de gasto y financiación de los agentes, no deben producirse desviaciones sistemáticas entre la inflación esperada y la observada. Sin embargo, en la década de los noventa del siglo pasado las expectativas de inflación se situaron persistentemente por encima de las tasas realizadas, como consecuencia de la incertidumbre existente sobre la culminación del proceso de convergencia que, finalmente, se produjo. Por tanto, la caída de los tipos de interés ex post puede reflejar, además de la reducción genuina en el coste de la financiación en términos reales, sorpresas sistemáticas sobre la evolución de la inflación que favorecieron a los ahorradores y perjudicaron a los tomadores de fondos, pero que no incidieron sobre el comportamiento de unos y otros. Es probable, entonces, que la caída de los tipos de interés reales ex post sea una aproximación algo exagerada de la reducción en el coste real de la financiación que efectivamente subyació a las decisiones de empresas y familias durante el período de convergencia<sup>1</sup>.

Otros desarrollos han acentuado la relajación de las condiciones financieras:

En todo caso, aunque los tipos de interés reales relevantes han podido caer en España menos de lo que se deduce de la simple deflactación de los tipos nominales, la relajación de las condiciones financieras se ha visto sensiblemente acentuada por una serie de desarrollos que han transcurrido en paralelo a la culminación del proceso de convergencia nominal. En particular, la consolidación de un régimen de estabilidad macroeconómica, junto con el aumento de la apertura, competencia y eficiencia del sistema financiero, ha producido tres tipos de efectos expansivos sobre la demanda de crédito y, en definitiva, sobre el gasto agregado de la economía: a) la reducción de los diferenciales entre los tipos activos y pasivos de los bancos y los tipos de interés de mercado; b) el progresivo alargamiento de los plazos de los préstamos bancarios, y c) la mayor facilidad de acceso a la financiación bancaria.

la reducción de los márgenes bancarios,

En el gráfico 2.1 se presenta alguna evidencia ilustrativa sobre el alcance de estos tres fenómenos. Así, como consecuencia de la mayor competencia entre los intermediarios financieros, la diferencia entre los tipos bancarios —sobre todo los del crédito— y los de mercado se ha reducido sensiblemente en los últimos años. Esta evolución, junto con la disminución de las comisiones, ha favorecido la reducción del coste del endeudamiento de empresas y familias y mitigado la caída en la remuneración de su ahorro. De esta forma, se ha acentuado el impacto expansivo de la disminución de los tipos de interés.

1. Véanse R. Blanco y F. Restoy (2007): *Have real interest rates really fallen that much in Spain?*, Documento de Trabajo n.º 0704, Banco de España, y R. Gimeno y J. M. Marqués (2007): *Uncertainty and the price of risk in a nominal convergence process*. En este último trabajo se estima que la caída en el tipo de interés real entre 1990 y 1999 se habría situado en torno a 2,5 pp, muy por debajo de la reducción de los tipos nominales deflactados (tipos reales ex post) en el mismo período.

la ampliación de los plazos de los créditos bancarios,

La competencia no solo ha propiciado la intensificación del efecto de la reducción de los tipos de interés sobre la demanda de crédito sino que ha impulsado la ampliación del abanico de instrumentos ofrecidos por las entidades de crédito a su clientela y el desarrollo de nuevas fórmulas para la financiación del crédito y la gestión de los riesgos asociados. La innovación posiblemente más relevante ha sido el alargamiento de los plazos de los préstamos concedidos y, en particular, la de aquellos con garantía hipotecaria. El gráfico 2.1 muestra cómo el horizonte medio de amortización de las hipotecas concedidas se ha doblado desde 1990, alcanzando en 2006 los 27 años. Este aumento de los plazos de amortización se ha visto facilitado por la notable reducción de la incertidumbre macroeconómica que ha ocasionado el ingreso en la UEM, así como por el fortalecimiento de la confianza que ha supuesto la considerable disminución del desempleo.

la mayor accesibilidad general del crédito

Finalmente, el desarrollo del sistema financiero y la mejora generalizada de las perspectivas han permitido un aumento sensible de la accesibilidad del crédito bancario. Así, tal y como se ilustra también en el gráfico 2.1, según datos de la Central de Información de Riesgos (CIR), el número de personas físicas que, en 2006, tenían contraída algún tipo de deuda con las entidades de crédito superaba el 42% de los individuos mayores de 20 años: un porcentaje cuatro veces superior al registrado en 1990. De este modo, el nuevo entorno económico y financiero ha aliviado las restricciones que obstaculizaban en el pasado la participación en el mercado de crédito de segmentos muy amplios de la población.

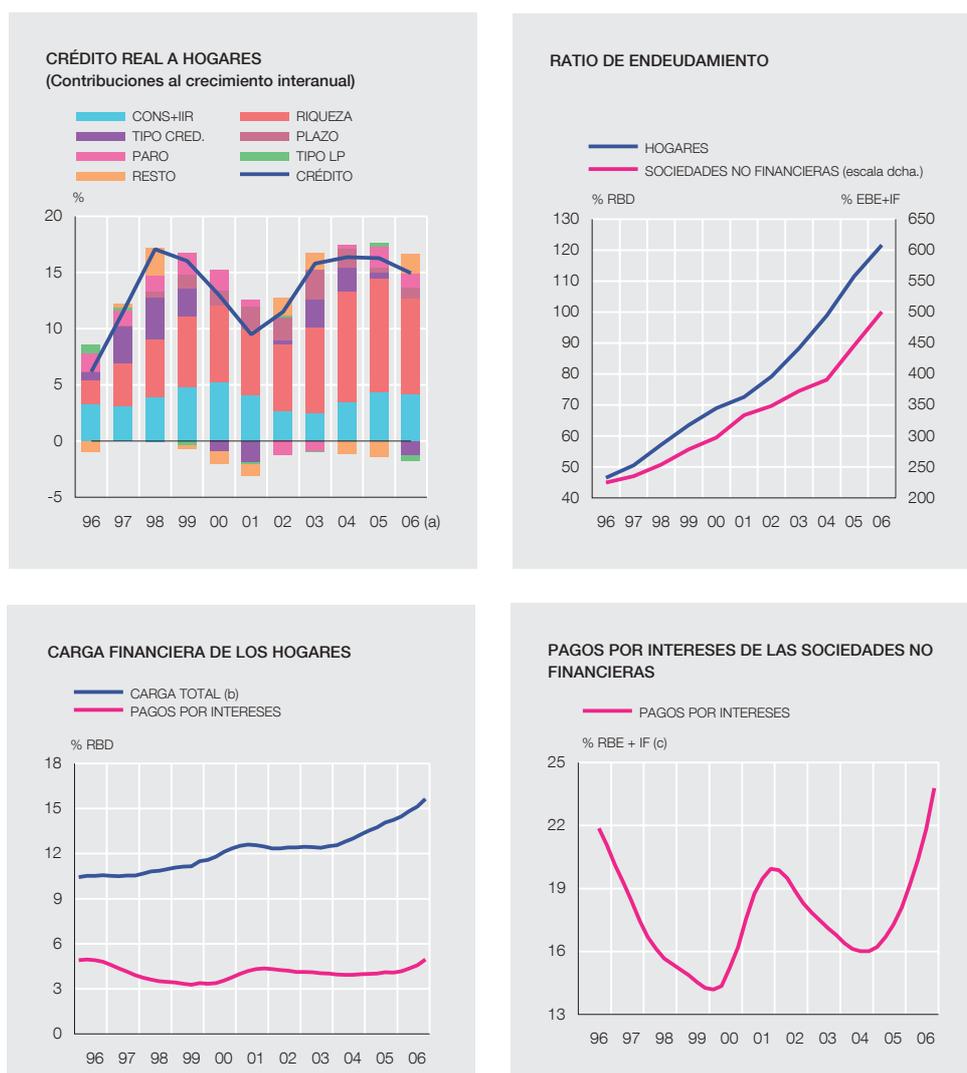
y, sobre todo, la interacción entre el mercado crediticio y el inmobiliario.

En todo caso, el fenómeno que, posiblemente, ha potenciado en mayor medida los efectos expansivos de la reducción de los tipos de interés ha sido la expansión inmobiliaria que ha experimentado la economía desde 1998. La disminución de tipos aumenta el valor de los activos en una cuantía que depende positivamente de su período de vencimiento. Por ello, tiene un impacto particularmente acusado sobre el precio de los activos perpetuos, como es el caso del suelo. Además, habida cuenta de la preponderancia del crédito hipotecario dentro de las modalidades de financiación, se ha producido una realimentación entre la demanda de crédito y el precio de la vivienda. La mejora en las condiciones de la financiación destinada a la adquisición de inmuebles ha facilitado —junto con la expansión demográfica— una fuerte presión de demanda en este sector y, por lo tanto, el crecimiento sostenido de los precios. Al mismo tiempo, el incremento del valor de los activos inmobiliarios ha generado efectos riqueza sobre el consumo y alimentado la demanda de inversión residencial, que, a su vez, se ha visto impulsada por el aumento del colateral disponible para garantizar los préstamos bancarios. Los efectos de interconexión entre la evolución del crédito y del precio de la vivienda transcurren de forma muy rápida. Según las estimaciones disponibles, un crecimiento de 1 pp de los préstamos conlleva un crecimiento del valor de los inmuebles de 0,15 pp en el mismo trimestre. Asimismo, una subida de 1 pp en el precio de la vivienda se traduce en un incremento de casi 0,1 pp del crédito para la adquisición de activos residenciales<sup>2</sup>.

Una ilustración: la demanda de crédito de los hogares.

El resultado de estos desarrollos ha sido un incremento sustancial de las ratios de endeudamiento de empresas y familias que ha resultado compatible con un aumento mucho más moderado en la carga financiera (véase gráfico 2.2). Una forma de ilustrar los efectos de cada uno de los factores que explican la relajación de las condiciones financieras es estudiando su repercusión sobre los préstamos concedidos a los hogares. La evolución del crédito en este sector, que ha llevado su ratio de endeudamiento a niveles en torno al 125% de la Renta Bruta Disponible, constituye quizás el mejor reflejo de la profunda transformación que han expe-

2. Véase R. Gimeno y C. Martínez Carrascal (2006): *The interaction between housing prices and loans for house purchase*, Documento de Trabajo n.º 0605, Banco de España.



FUENTE: Banco de España.

- a. Los datos de 2006 corresponden al tercer trimestre.
- b. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

rimentado las decisiones financieras de los agentes. Como muestra el gráfico 2.2, aproximadamente el 25% del crecimiento medio del crédito se explica por la variable de escala (consumo más inversión residencial). El resto es la consecuencia de la reducción de la incertidumbre sobre las rentas futuras (aproximada por la tasa de paro) y las condiciones financieras. Entre estas, los tipos de interés tienen una repercusión directa significativa que ha ido disminuyendo en el tiempo, a medida que los tipos de interés se estabilizaban en niveles reducidos. Sin embargo, el alargamiento de los plazos de los préstamos tiene un impacto medio, al menos, tan relevante como la reducción de los tipos. En todo caso, el aumento de la riqueza, estrechamente ligada a la revalorización de los precios de la vivienda, es el factor explicativo más relevante, lo que confirma el considerable efecto dinamizador de la evolución del mercado inmobiliario sobre la demanda de financiación y, en última instancia, sobre el gasto agregado de la economía<sup>3</sup>.

3. Véase F. Nieto: *The determinants of household credit in Spain*, Documento de Trabajo n.º 0716, Banco de España.

Probable agotamiento del efecto dinamizador de las condiciones financieras.

Tanto la reducción de los tipos de interés como el resto de los factores que explican la considerable relajación de las condiciones financieras han ejercido un efecto expansivo sobre el gasto y la financiación, que todavía perdura. A finales de 2005, no obstante, se inició un proceso de incrementos en los tipos de interés que está conduciendo a una normalización gradual de las condiciones monetarias, de manera que en estos momentos resulta previsible que la política monetaria mantenga un tono menos acomodante que en el pasado. A su vez, aunque la competencia en los mercados bancarios podría seguir intensificándose, parece existir poco margen para que ello conlleve cambios adicionales significativos en los tipos bancarios, en particular en los que afectan al coste de la financiación de empresas y familias. Asimismo, si bien podrían seguir ampliándose algo los plazos de vencimiento de los préstamos, su efecto sobre la carga financiera anual de los prestatarios —y por lo tanto sobre la demanda de financiación— tenderá a ser cada vez menor. Por último, los datos más recientes en el mercado inmobiliario sugieren una desaceleración progresiva de los precios, que contribuirá a mitigar el dinamismo del crédito y, en general, a moderar el ritmo de expansión del gasto. Por todo ello, puede afirmarse que la relajación de las condiciones financieras, que explica una parte sustancial del impulso de la demanda interna en los últimos años, está dando paso a una fase de mayor normalización, que empieza a manifestarse en una incipiente desaceleración del crédito, que conllevaría, en ausencia de otros estímulos, una tendencia a la moderación gradual del crecimiento del gasto agregado de la economía.

### 3 La inmigración

La población extranjera residente en España ha aumentado hasta superar los 4 millones de personas,

La población extranjera residente en España ha aumentado desde novecientos veinte mil personas en 2000 hasta cerca de 4,1 millones, según los datos del Padrón de Habitantes referidos a 1 de enero de 2006, con flujos anuales que se han situado en el entorno de las setecientas mil personas en los últimos dos años. Como resultado, los extranjeros han pasado de representar el 2,3% de la población total a comienzos de esta década a alcanzar casi el 10% en 2006.

Este fuerte incremento de la inmigración en España se encuadra dentro de una tendencia global de intensificación de los movimientos internacionales de población. En particular, a principios de los años noventa se produjo un considerable flujo de población desde Europa del Este hacia los países de Europa Occidental, tras la caída de los regímenes comunistas. Asimismo, a mediados de esa década se observó un aumento sensible de la emigración desde África y América Latina a diversos países industrializados, como consecuencia de las crisis económicas atravesadas por las naciones de origen.

España ha sido uno de los principales países receptores de los flujos inmigratorios llegados a Europa Occidental. En ello probablemente ha tenido un papel esencial la posición geográfica de España entre Europa y África y la proximidad cultural a los países latinoamericanos, pero, sobre todo, la robusta demanda de empleo que ha caracterizado la larga fase de expansión que ha experimentado la economía española en el último decenio. Por otra parte, la intensidad creciente de los flujos de inmigrantes se ha visto favorecida por el efecto atracción que ejercen los trabajadores extranjeros residentes en España sobre nuevos inmigrantes de su misma procedencia.

lo que ha contribuido de forma notoria al crecimiento de la renta,

La inmigración ha tenido efectos estimulantes directos sobre la economía española, al aumentar la dotación del factor trabajo y ampliar de este modo su potencial de crecimiento. Además, este fenómeno ha contribuido al apreciable crecimiento de la renta per cápita en los últimos años. De hecho, según los cálculos que aparecen en el cuadro 2.1, el impacto de la inmigración sobre el crecimiento de la producción por habitante habría equivalido a un 25% del aumento total observado en el período 2001-2005<sup>4</sup>. Estos cálculos se basan en una simple

4. Conclusiones cualitativamente similares se obtienen en Oficina Económica del Presidente (2006): *Inmigración y economía española: 1996-2006*. En este trabajo se concluye que, aproximadamente, un 20% del crecimiento de la renta per cápita de los últimos cinco años se puede explicar por la contribución de la inmigración.

TASA ANUAL MEDIA DE CRECIMIENTO DEL PIB PER CÁPITA	1,70
Factor demográfico	0,16
<i>Contribución nativos</i>	-0,15
<i>Contribución inmigrantes</i>	0,31
Tasa de empleo	1,06
<i>Contribución nativos</i>	0,79
<i>Contribución inmigrantes</i>	0,27
TASA ANUAL MEDIA DE CRECIMIENTO DEL PIB POR OCUPADO	0,48
<i>Contribución nativos</i>	0,65
<i>Contribución inmigrantes</i>	-0,18

descomposición contable del PIB por habitante en tres factores: la población en edad de trabajar en relación con la población total, la tasa de empleo, es decir, la población ocupada en relación con población en edad de trabajar, y la productividad por ocupado. Según se aprecia en el cuadro 2.1, durante el período 2001-2005, el PIB per cápita creció en España a una tasa anual media del 1,7%, de la que el factor demográfico explica 0,2 pp, la tasa de empleo 1 pp y la productividad 0,5 pp. El efecto total de la inmigración se obtiene de la suma de su contribución al crecimiento observado de cada uno de estos tres componentes.

por su efecto directo expansivo sobre la población en edad de trabajar y sobre la tasa de empleo,

El impacto ha sido particularmente notorio en el componente demográfico que sustenta el crecimiento del PIB per cápita. De hecho, la llegada de población extranjera explica la totalidad del aumento del porcentaje de la población en edad de trabajar sobre la total. Asimismo, este fenómeno ha contribuido, aunque de forma más moderada, al incremento de la tasa de empleo, cuya evolución ha constituido el factor dinamizador más relevante de la economía, gracias, sobre todo, al incremento de la participación laboral femenina y a la intensa reducción del desempleo. La contribución de la inmigración al incremento de la tasa de empleo en el período 2001-2005 es de aproximadamente una cuarta parte del total, como consecuencia de la elevada tasa de participación de la población extranjera, dada su composición por grupos de edad, y a pesar de que la tasa de desempleo de ese colectivo es superior a la de la población nativa.

y a pesar de que su impacto sobre la productividad agregada ha sido probablemente negativo,

La medición del impacto de la inmigración sobre la productividad aparente del trabajo resulta particularmente compleja, al no disponerse de información directa sobre el rendimiento individual de los trabajadores. En todo caso, dado que los trabajadores extranjeros desempeñan predominantemente ocupaciones en sectores donde la productividad es inferior a la media, la llegada de inmigrantes ha producido un efecto composición negativo sobre la productividad agregada.

La magnitud de este efecto composición puede estimarse aproximando el diferencial de productividad entre los trabajadores nativos y los inmigrantes mediante los diferenciales salariales observados, controlando por los diferentes niveles educativos, ocupaciones, sexo, edad y experiencia laboral, y utilizando la información disponible sobre el peso de los inmigrantes en el empleo total de los sectores para los que se dispone de información. Mediante esta aproximación —que se basa en el supuesto de que la remuneración de los inmigrantes no incorpora ningún elemento de discriminación salarial—, la inmigración habría tenido un impacto negativo de dos décimas sobre la tasa anual media de crecimiento de la productividad por ocupado del conjunto de la economía, que fue del 0,5% durante el período 2001-2005.

aunque existen otros efectos indirectos sobre el mercado de trabajo de difícil cuantificación.

Estos cálculos contables han de tomarse con mucha cautela, no solo porque están sujetos a los problemas de medición de la productividad, sino porque ignoran el efecto que el aumento de la población extranjera puede tener sobre la situación laboral de los trabajadores nacionales. Dependiendo de la composición de la población inmigrante y de los puestos de trabajo que ocupen, sus cualificaciones son complementarias de las de determinados grupos de población y sustitutas de las de otros. Por una parte, es probable que parte del aumento de la participación laboral y del número de horas trabajadas por la población nacional, especialmente de las mujeres y de los trabajadores nativos de mayor cualificación profesional, se deban a la disponibilidad de una mayor oferta de trabajo para servicios personales, tales como actividades de cuidado del hogar o de personas dependientes. Por otra parte, no puede excluirse que la mayor competencia en determinados segmentos del mercado de trabajo se haya traducido, en alguna medida, en una mayor tasa de desempleo en los grupos de la población nativa ocupada en empleos de baja cualificación, en los que el ajuste salarial está limitado por el nivel del salario mínimo.

La medición precisa de estos efectos resulta una tarea compleja, por las limitaciones de los datos disponibles y por las dificultades de identificación de las relaciones de causalidad relevantes. Sin embargo, la mayoría de los estudios disponibles en la literatura económica sobre este tema indican que los efectos de la inmigración sobre la situación laboral de la población nativa parecen ser de una magnitud limitada, tanto cuando existen relaciones de complementariedad como cuando predominan los efectos de sustitución<sup>5</sup>.

Por el lado de la demanda, la inmigración ha contribuido notablemente al aumento de la inversión,

Además del efecto que el aumento de la población ha tenido sobre la dotación de recursos, su grado de utilización y su productividad, el crecimiento de los flujos inmigratorios ha generado efectos relevantes sobre la demanda agregada de la economía y, en particular, sobre la formación bruta de capital.

El incremento de la población en edad de trabajar y de la tasa de participación, así como la mayor competencia en el mercado de trabajo, inducida por la llegada de inmigrantes, han reducido la relación capital-trabajo en los procesos productivos. Como consecuencia, se ha elevado la productividad del capital y, por lo tanto, la demanda de inversión, tanto en bienes de equipo como en inmuebles. En este contexto, parece probable que la mayor disponibilidad de mano de obra haya contribuido de forma significativa al crecimiento de la tasa de inversión de la economía, que ha sido de 3 pp en el período 2001-2005.

y tiene un efecto ambiguo sobre la tasa de ahorro de la economía.

Menos inmediato resulta el análisis de la influencia de la inmigración sobre el gasto de consumo. Esta tarea requiere, en primera instancia, un conocimiento de las pautas de asimilación y retorno de los inmigrantes del que en estos momentos se carece. Por una parte, una elevada proporción de los trabajadores extranjeros dedican probablemente una parte significativa de sus salarios a financiar gasto en sus lugares de origen<sup>6</sup>. Estos inmigrantes mostrarían así una propensión menor al gasto, en términos de contabilidad nacional, que los trabajadores nacionales con su mismo nivel de ingresos.

5. En relación con la experiencia española a este respecto, no existe todavía mucha evidencia empírica. Para una primera aproximación respecto al impacto de la inmigración sobre la tasa de empleo y los salarios de la población nativa en España, véase R. Carrasco, J. F. Jimeno y A. C. Ortega: «The effect of immigration on the labor market performance of native-born workers: some evidence for Spain», *Journal of Population Economics*, en prensa. Para una aproximación al análisis económico de la inmigración y una panorámica de los resultados empíricos más relevantes, véase G. Borjas (1999): «The Economic Analysis of Immigration», en O. Ashenfelter y D. Card (eds.): *Handbook of Labour Economics*, vol. 3A. North Holland, y D. Card (2001): «Immigrants Inflows, Native Outflows, and the Local Labour Market Impacts of Higher Immigration», *Journal of Labour Economics*, 19(2), pp. 22-64. 6. Según los datos de Balanza de Pagos, los pagos por remesas de inmigrantes se han incrementado desde el 0,3% del PIB en 2001 hasta el 0,7% en 2006. No obstante, existen algunas dificultades para su medición que pueden causar que estas cifras subestimen su valor real. Véase F. J. Álvarez, M. T. García y P. Tello (2006): «Las remesas de emigrantes en la balanza de pagos española», *Boletín Económico*, Banco de España, 07-08/2006.

Por otra parte, la concentración de estos trabajadores en estratos bajos de renta, en los que la propensión media al ahorro es más reducida, debe normalmente afectar de forma negativa, a través de un efecto composición, a la tasa de ahorro agregada. Asimismo, el perfil de edad de la población inmigrante y las expectativas de crecimiento progresivo de sus ingresos hacen esperar una tasa de ahorro relativamente reducida, especialmente en aquellos con un horizonte de permanencia más dilatado.

En el recuadro 2.1 se utiliza un modelo de equilibrio general con generaciones solapadas para obtener alguna indicación del impacto cuantitativo de algunos de los efectos señalados. Aunque el modelo es muy estilizado, los resultados sugieren que los efectos expansivos de la inmigración sobre la tasa de inversión de la economía pueden ser bastante pronunciados. Por el contrario, las simulaciones indican que es probable que los desarrollos demográficos recientes hayan ejercido una influencia relativamente modesta sobre la tasa de ahorro en los últimos años.

#### **4 La absorción de los desequilibrios dentro de la UEM**

##### **4.1 LAS CONSECUENCIAS DE UNA EXPANSIÓN PROLONGADA EN EL MARCO DE LA UEM**

La expansión del gasto ha producido un aumento de las necesidades de financiación de los sectores residentes.

Dentro de la Unión Monetaria la economía española ha ampliado su capacidad de captación de ahorro exterior.

Tanto la modernización del sistema financiero, en un marco de estabilidad macroeconómica, como el fenómeno de la inmigración conllevan una ampliación de los recursos productivos disponibles y una mejora de los mecanismos de asignación, ya que contribuyen a perfeccionar el funcionamiento de los mercados de capital y trabajo. De este modo, los desarrollos descritos favorecen el aumento del producto potencial de la economía y refuerzan su proceso de convergencia hacia los niveles de renta de las economías más avanzadas de nuestro entorno. Sin embargo, a corto plazo, el impacto conjunto que estos desarrollos han tenido sobre la demanda agregada excede sensiblemente del ejercido sobre la capacidad de producción.

Por tanto, los principales factores impulsores del dinamismo de la economía española han favorecido un aumento del gasto superior al de las rentas de los residentes. Como resultado, las familias y las empresas han visto reducida su capacidad de financiación y aumentado su recurso al endeudamiento. Asimismo, la expansión de la demanda agregada, al actuar de manera directa sobre mercados insuficientemente flexibles, ha ejercido una presión al alza sobre los precios y los costes domésticos. Ello ha encarecido en términos relativos la producción nacional frente a la de los competidores, conteniendo la expansión de las exportaciones e incrementando la penetración de las importaciones. El resultado combinado del incremento de la propensión al gasto de la economía y del aumento de sus precios relativos ha sido una ampliación de las necesidades de financiación de la nación, que han pasado de algo más del 1% del PIB en 1999 hasta el 7,8% en 2006.

Sin embargo, la naturaleza y el alcance de la restricción exterior se han visto considerablemente modificados por la pertenencia de España a una zona de integración monetaria. Cuando se tiene una moneda propia y el tipo de cambio fluctúa, la incertidumbre sobre la evolución cambiaría encarece la financiación exterior y limita su disponibilidad, lo que tiende a desencadenar procesos de ajuste en el momento en el que el déficit exterior alcanza cotas elevadas. Sin embargo, dentro de una unión monetaria, el precio y la disponibilidad del crédito exterior se encuentran determinados por los mismos factores que influyen sobre el coste y la accesibilidad del crédito doméstico y, en particular, por la solvencia de los agentes que demandan recursos financieros.

En España, los agentes demandantes últimos de fondos —las empresas y las familias— han mantenido en los últimos años una situación patrimonial sólida. Ello se debe, entre otros factores, a que gran parte de los recursos financieros han servido para financiar la inversión y no el gasto corriente, a la vez que los activos del sector privado no financiero han experimentado una sensible revalorización. Además, tal y como se refleja en el cuadro 2.2, la canalización de

El cálculo de los efectos inducidos de la inmigración requiere tener en cuenta las características de los flujos de inmigrantes recibidos, las decisiones de consumo y de oferta de trabajo de las familias y las demandas de trabajo y de inversión de las empresas. Solo de esta forma es posible cuantificar los efectos de los flujos inmigratorios sobre la oferta y la demanda agregadas de la economía.

La disponibilidad de un modelo de generaciones solapadas<sup>1</sup> permite desentrañar, a partir de un análisis estilizado, parte de estos efectos y, en particular, los que repercuten sobre las pautas de inversión y ahorro de la economía. Como en todo modelo con fundamentos microeconómicos, los individuos maximizan su utilidad a lo largo del ciclo vital eligiendo sendas de consumo, ahorro y oferta de trabajo, mientras que las empresas maximizan beneficios, decidiendo su demanda de trabajo y sus planes de inversión. Estas decisiones se toman en función, entre otros determinantes, de la evolución esperada de los precios de los factores productivos, que se determinan endógenamente en los mercados correspondientes.

Para caracterizar de la forma más precisa posible los flujos inmigratorios recibidos por la economía española, se considera, en primer lugar, que tanto los nativos como los inmigrantes pueden trabajar en distintas ocupaciones caracterizadas por distintos niveles de cualificación. Este aspecto permite analizar la medida en la que la productividad agregada depende del nivel medio de cualificación de los inmigrantes en comparación con la población nativa. También se contempla la posibilidad de que las tasas de empleo por edades para la población nativa e inmigrante sean distintas, con el objetivo de medir de manera más certera el efecto sobre el empleo a nivel agregado. Finalmente, se ha tenido en cuenta la edad que el inmigrante tenía en el momento de entrar en el país. Esta precisión es importante, por dos razones. Primero, el impacto sobre la población activa es distinto en función de cuál sea el perfil, por edades, de la inmigración. En segundo lugar, las decisiones de consumo y oferta de trabajo de los inmigrantes varían según el número de años que hayan permanecido en el país, debido, entre otros factores, a que estas decisiones dependen, a su vez, de la riqueza acumulada a lo largo del ciclo vital.

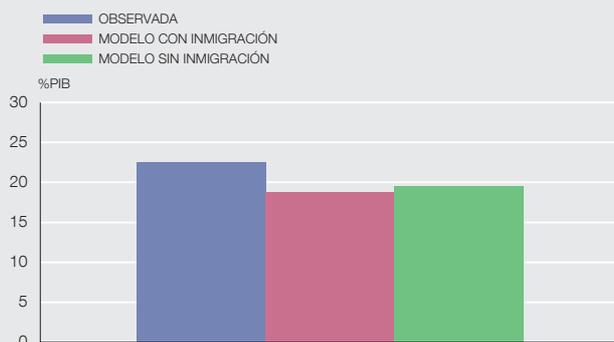
1. Véase M. Izquierdo, J. F. Jimeno y J. A. Rojas (2007): *On the aggregate effects of immigration in Spain*, Documento de Trabajo n.º 0714, Banco de España.

La calibración de este modelo para la economía española produce un comportamiento cualitativamente similar al observado en la economía española durante el período 2001-2005. La tasa anual media de crecimiento del PIB per cápita resulta ser del 1,8%, solo 0,1 pp más elevada que la observada. La contribución de la inmigración a los tres factores que explican dicho crecimiento resulta ser de 0,3 pp al factor demográfico, 0,6 pp a la tasa de empleo y -0,8 pp a la productividad. Es decir, el modelo predice un impacto algo mayor sobre la tasa de empleo y algo menor sobre la productividad que los obtenidos mediante la descomposición contable expuesta en el texto principal.

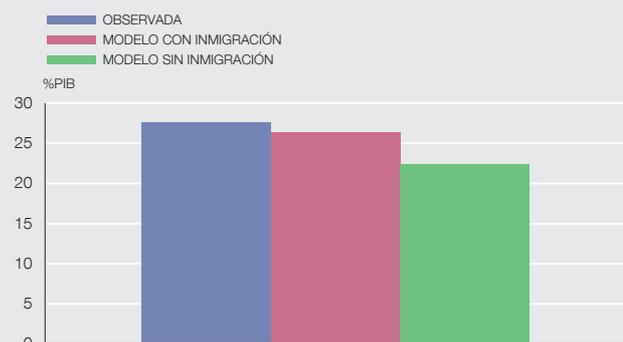
Las implicaciones sobre la demanda agregada que se derivan del modelo se resumen en el gráfico. En él se proporcionan las tasas medias de ahorro y de inversión durante el período 2001-2005, en el modelo calibrado con y sin los flujos inmigratorios. El modelo con inmigración proporciona una tasa de inversión (26,3%) muy similar a la observada (27,6%) y notablemente más elevada que la que se hubiera producido, según el modelo, sin inmigración (22,4%). Es decir, de acuerdo con las simulaciones, una parte del importante repunte de la tasa de inversión de la economía española se debería al incremento de la rentabilidad de la inversión asociado a la disminución de la relación capital-trabajo producido por la llegada de inmigrantes. Por lo que se refiere a la tasa de ahorro, estas simulaciones indican que la inmigración habría supuesto una reducción de 0,8 pp, principalmente como consecuencia de que los inmigrantes, al tener perfiles temporales de renta más crecientes que los nativos, mantendrían una propensión al ahorro más reducida.

Las limitaciones del modelo obligan, lógicamente, a tomar los resultados con cautela. En particular, el análisis no incorpora los efectos que sobre la propensión al ahorro puede tener un horizonte reducido de estancia en España ni las implicaciones de la menor accesibilidad al crédito de los individuos en los estratos de menor renta. Por ello, es probable que, a pesar de su moderado valor absoluto, el efecto negativo estimado de la inmigración sobre la tasa de ahorro de la economía constituya una cota máxima del efecto real. Con todo, el análisis sugiere que, aunque el impacto directo de la inmigración sobre el consumo no sería muy pronunciado, el efecto inducido sobre la demanda agregada, a través de la inversión, podría haber sido notable.

1 TASA MEDIA DE AHORRO (2001-2005)



2 TASA MEDIA DE INVERSIÓN (2001-2005)



% del PIB	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (b)
Economía nacional	-3,5	-2,7	-2,9	-4,8	-6,5	-7,9
Sociedades no financieras	-2,7	-0,4	0,0	2,2	1,2	3,6
Hogares e ISFLSH	0,7	1,5	0,8	0,8	0,8	0,7
Administraciones Públicas	-1,7	-1,3	1,0	-3,1	0,4	-0,5
Banco de España	-2,6	-0,4	-0,2	1,7	0,3	1,1
Inversores institucionales (c)	5,5	2,3	4,7	1,7	2,8	1,4
Entidades de crédito	-1,1	-2,2	-7,1	-3,5	-3,6	-3,7
Resto de instituciones financieras	-0,8	-1,7	-2,8	-5,0	-9,0	-11,7
Sin sectorizar	-0,7	-0,2	0,6	0,5	0,6	1,3

FUENTE: Banco de España.

- a. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.  
 b. Datos acumulados de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre de 2006.  
 c. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

los flujos del exterior ha estado intermediada en gran medida por las instituciones de crédito y, de manera creciente en los últimos años, por otras instituciones financieras. Entre estas últimas, han cobrado especial relevancia los fondos de titulización, cuyas emisiones han sido colocadas en un elevado porcentaje entre inversores internacionales.

La solidez patrimonial de los sectores residentes y los amplios márgenes de seguridad con que cuentan las entidades de crédito —en forma de reservas y provisiones— facilitan la obtención del grueso de la financiación de la economía a un coste reducido, sin incorporar primas de riesgo significativas. En principio, estas condiciones permitirían a la economía española seguir apelando al ahorro exterior para cubrir sus necesidades de financiación.

Sin embargo, el mantenimiento de la dinámica actual podría conducir a niveles elevados de endeudamiento.

Ahora bien, la persistencia de necesidades de financiación de una magnitud elevada implica una tendencia al aumento de la carga financiera y una exposición creciente a posibles perturbaciones de los agentes económicos residentes, con independencia de que dichas necesidades sean fáciles de financiar.

En un contexto en el que la restricción de disponibilidad de fondos externos pierde relevancia, se reduce el significado económico propio del saldo exterior de la nación. Este aparece, esencialmente, como el resultado directo de la agregación de las decisiones autónomas de gasto y financiación de los agentes residentes. Por ello, a la hora de interpretar la evolución de las necesidades de financiación de la nación, el centro del análisis debe recaer en la valoración de la coherencia entre los planes intertemporales de gasto de las empresas y las familias y la evolución previsible de sus ingresos y de los tipos de interés. De hecho, si los agentes forman expectativas bien fundamentadas sobre su capacidad futura de gasto y tienen abierto el acceso al mercado de crédito, estarán en condiciones de planear su perfil intertemporal de consumo, sin que este experimente, en ausencia de perturbaciones inesperadas, excesivas fluctuaciones<sup>7</sup>. De acuerdo con este planteamiento, la conducta racional de los agentes per-

7. Para una panorámica general del enfoque intertemporal véase, por ejemplo, M. Obstfeld y K. Rogoff (1999): «The Intertemporal Approach to the Current Account», en G. Grossman y K. Rogoff (eds.), *Handbook of International Economics*, vol. 3, capítulo 34, pp. 1731-1799. Para el caso europeo, véase J. M. Campa y A. Gavián (2006): *Current Accounts in the Euro Area: An Intertemporal Approach*, Documento de Trabajo n.º 0638, Banco de España.

mitiría esperar, siempre que se cumplan sus previsiones, que las necesidades de financiación que experimentan en un momento dado puedan revertirse en el futuro.

En España, la convergencia real explica parte del crecimiento de la deuda.

En una economía en proceso de convergencia real el incremento de la renta per cápita tiende a elevar la capacidad de gasto futura. El crecimiento de la renta per cápita en España en los últimos años, 1,2 pp por encima de la media de la UEM en el último decenio, y la elevada tasa actual de inversión, casi 9 pp superior a la tasa agregada de la de la zona del euro en 2005, indican que el proceso de convergencia real podría explicar, al menos en parte, el aumento de la deuda del sector privado residente. En el recuadro 2.2 se explora con detalle esta hipótesis con la ayuda de un modelo sencillo de decisión intertemporal. Siguiendo este enfoque, se encuentra que el aumento de la deuda neta en los últimos años podría estar ligado a la existencia de expectativas razonables de crecimiento de la renta per cápita. Asimismo, el reducido nivel de los tipos de interés reales en el pasado más reciente podría haber ejercido un efecto expansivo adicional sobre la demanda de crédito. Sin embargo, el análisis sugiere que la diferencia actual entre los ingresos y gastos de empresas y familias implica la existencia de unas expectativas relativamente optimistas de los agentes sobre el crecimiento futuro de sus rentas. Aunque esta inferencia está rodeada de las incertidumbres que se derivan de la capacidad del marco conceptual empleado, relativamente simple, para incorporar la fundamentación de las decisiones de los diversos componentes del gasto.

De este marco conceptual se deduce que cuando las pautas de gasto del sector privado no financiero hayan podido superar lo que cabe atribuir a una anticipación razonable del incremento esperado de sus recursos se tenderá a producir un ajuste mediante una revisión paulatina de sus expectativas y una adaptación gradual de sus planes de consumo e inversión hacia sendas más moderadas y sostenibles, en línea con lo que se viene observando recientemente en España, en términos de una desaceleración de la demanda interna y de las necesidades de financiación. La continuidad del proceso de ajuste gradual en curso reducirá la probabilidad de que, ante cierto tipo de perturbaciones, algunas familias y empresas puedan tener que moderar de forma más intensa su dinámica de gasto.

Además, las pérdidas de competitividad, inducidas por la presión del gasto, ejercen un efecto adverso sobre la generación de rentas.

La hipótesis de que el ajuste de las necesidades de financiación del sector privado pueda requerir una moderación del gasto se ve adicionalmente avalada por el impacto que sobre la capacidad de generación de rentas podrían estar ejerciendo las pérdidas de competitividad experimentadas por la economía española. La competitividad es un concepto complejo que excede, con mucho, a lo recogido por la evolución de los precios o de los costes relativos frente a los competidores. En concreto, la forma en la que los indicadores de precios tienen en cuenta las variaciones en la calidad de los productos, que resultan relevantes para el análisis de competitividad, no siempre es plenamente satisfactoria.

En todo caso, tal y como se señaló en el capítulo 1, la economía española ha experimentado un progresivo aumento de sus precios y costes relativos frente a sus principales competidores —y en particular con los países de la UEM—, que puede llegar a ejercer una influencia sobre las exportaciones netas. Así, por ejemplo, cuando se realiza una descomposición mecánica del déficit comercial entre el componente explicado por las variables de escala —crecimiento de la demanda interna frente al crecimiento de los mercados de exportación— y el ligado a los precios relativos, se deduce que el deterioro del saldo comercial en los últimos años —de 3 pp del PIB entre 2003 y 2005— se debe en su mayor parte a este segundo factor. Debe tenerse en cuenta, para comprender este resultado, que aunque la demanda agregada de la economía española ha crecido significativamente más que la de la zona del euro, la expansión de la actividad en otras áreas geográficas ha logrado mantener el dinamismo de los mercados internacionales.

En este recuadro se analizan las necesidades de financiación del sector privado en España utilizando las simulaciones efectuadas con un modelo sencillo de decisión intertemporal de los agentes residentes. Los ejercicios realizados utilizan algunos supuestos simplificados. En particular, no contemplan directamente los determinantes de la inversión de los individuos, por lo que no pueden aspirar a describir con precisión los factores que han generado el aumento de las necesidades de financiación y todas sus implicaciones macroeconómicas. Por ello, los resultados deben ser tomados con cautela, particularmente dada la importancia que la inversión residencial tiene en la dinámica de gasto de la economía española.

La posición financiera de los agentes depende de la renta y de las decisiones de gasto que, de acuerdo con el enfoque intertemporal, se determinan con el objetivo de maximizar el bienestar a lo largo del ciclo vital. Los individuos disponen en cada momento del tiempo de la renta generada en el ejercicio y de la posibilidad de acceder al crédito bancario. Con esos recursos deberán decidir su consumo y acometer planes de inversión para disfrutar en el futuro de una mayor cantidad de bienes y servicios. Cuando los agentes deciden un volumen de gasto de consumo e inversión superior a su renta corriente, asumirán unas *necesidades de financiación*, mientras que, en caso contrario, registrarán una *capacidad de financiación*.

Los modelos intertemporales postulan que el comportamiento de los agentes está orientado a limitar la variabilidad de su consumo a lo largo del tiempo. Por ello, las necesidades de financiación que asuman en cada momento deberán ser compatibles con unas expectativas de ingresos futuros, que una vez descontados los gastos financieros y la inversión del período, les permita disponer de recursos suficientes para evitar ajustes significativos de su nivel de consumo. Así, de acuerdo con el modelo, la existencia de necesidades de financiación indica que los agentes esperan un aumento futuro de los recursos propios disponibles para el consumo: es decir, de la renta disponible neta de gastos de inversión. De hecho, cuanto mayores sean las expectativas de renta neta y menor sea el coste de la financiación, mayor será la capacidad futura de los agentes para costear con sus propios ingresos el perfil deseado de consumo, por lo que podrán incurrir en el presente en un nivel mayor de endeudamiento.

En la formulación más simple —y también la más habitual— del enfoque intertemporal es posible, bajo determinadas condiciones, expresar las necesidades de financiación asumidas en cada mo-

mento como una función que depende linealmente de las expectativas de renta y de tipos de interés. Cuando estas variables se expresan en desviaciones con respecto a los valores observados en un período de referencia, esta función puede aproximarse del siguiente modo:

$$nf_t = E_t \sum_{i=1}^{\infty} \beta^i (\Delta y_{n,t+i} - \gamma r_{t+i}) \quad [1]$$

donde  $nf$  representa la necesidad de financiación (en porcentaje de la renta disponible) e  $y_n$ , la renta disponible neta de los gastos de inversión.  $\Delta y_{n,t+i}$  es el incremento de  $y_n$  entre el período  $t+i$  y el  $t+i-1$ , y por tanto, es la variable que aproxima la variación de los recursos propios disponibles para la financiación del consumo.  $r_{t+i}$  es el tipo de interés real en el período  $t+i$ ; y  $\beta$  y  $\gamma$  son parámetros que representan, respectivamente, la tasa de descuento temporal y la elasticidad de sustitución intertemporal (e.s.i.). Este último parámetro recoge la disponibilidad de los agentes a intercambiar consumo presente por consumo futuro. La ecuación muestra que cuanto más elevada sea la elasticidad de sustitución intertemporal, más dispuestos estarán los agentes a redistribuir en el tiempo su consumo y, por lo tanto, más sensible serán sus decisiones a los cambios en los tipos de interés. Dadas unas expectativas sobre la evolución de la renta neta y los tipos de interés, la ecuación [1] describe cuál sería la posición financiera de los agentes, que se corresponde con sus deseos de limitar las oscilaciones de su consumo a lo largo del tiempo.

En la medida en que se considere que los hogares son propietarios de las empresas, tanto su renta como sus gastos de consumo e inversión se corresponderán con los del conjunto del sector privado. A partir de la ecuación [1] es posible, entonces, derivar las necesidades de financiación de este sector para distintas sendas futuras de renta disponible, inversión y tipos de interés, una vez postulados determinados valores para la tasa de descuento temporal y para la elasticidad de sustitución intertemporal. Estos cálculos permiten, de este modo, obtener la posición financiera del sector privado, que sería coherente con el mantenimiento en el futuro de un dinamismo del consumo privado, en línea con el observado en los últimos años.

En el caso del parámetro de sustitución intertemporal no existe acuerdo en la literatura sobre cuál debería ser el valor a utilizar, encontrándose estimaciones que varían notoriamente, dependien-

### NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DEL SECTOR PRIVADO

(Ratio del valor teórico sobre el observado en 2005)

Evolución de la renta disponible	e.s.i. = 0,25	e.s.i. = 1
Crecimiento a la tasa media del período 1995-2005	0,26	0,33
Escenario de convergencia lenta	0,74	0,89
Escenario medio de convergencia	0,78	0,97
Escenario de convergencia rápida	0,82	1,06

e.s.i.: elasticidad de sustitución intertemporal.

do del contexto y la estrategia de modelización. Dada esta ambigüedad, se ha supuesto un rango de variación de este parámetro entre 0,25 y 1, que contiene la mayor parte de las estimaciones disponibles.

El elemento más crítico del ejercicio se refiere a los supuestos sobre las sendas esperadas de la renta disponible y de la inversión. Idealmente, estas sendas deberían derivarse teniendo en cuenta la endogeneidad de las decisiones de inversión —tanto productiva como residencial— y su influencia sobre la renta futura del sector privado a través de su efecto sobre el empleo y la productividad de los factores. A pesar de la limitación que supone para el alcance del ejercicio cabe, como primera aproximación, diseñar de modo exógeno escenarios plausibles para la evolución previsible de estas variables; derivar, en cada caso, las necesidades de financiación que prescribiría el modelo; y compararlas con los datos observados.

En particular, los escenarios considerados deben tener en cuenta que la economía española se encuentra en un proceso de convergencia real caracterizado por tasas de crecimiento del PIB per cápita superiores a la de la media de la UEM, pero también por tasas de inversión más elevadas que en países más maduros y cuyo aumento, sobre todo en el componente residencial, explica gran parte de la ampliación de las necesidades de financiación de la nación en el pasado reciente. Por ejemplo, en el período 1995-2005, la tasa media de crecimiento del PIB per cápita fue 1,2 pp superior a la media de la zona del euro. Al mismo tiempo, la tasa media de inversión sobre el PIB fue, en dicho período, 5 pp más elevada en España que la media de la zona del euro. Con estas premisas, se han considerado cuatro escenarios distintos de crecimiento del PIB per cápita que, bajo el supuesto de que el gasto público en términos del PIB se mantiene constante, es igual al crecimiento de la renta disponible per cápita. Por lo que se refiere a la ratio de inversión sobre el PIB en los escenarios 2 a 4, se supone que esta desciende gradualmente, hasta acumular una reducción de 5 pp, a lo largo del horizonte de convergencia en cada caso. Para la senda del tipo de interés real, se considera que este parte del 1%, a finales de 2005, alcanza en dos años el 2% —que se considera su nivel de equilibrio— y permanece en este valor a partir de entonces. Como referencia para los cálculos de desviaciones que requiere la aplicación de la ecuación [1] se ha utilizado la media de las variables relevantes en el período 1995-2005. Por tanto, los escenarios considerados son los siguientes:

- Crecimiento de la renta disponible per cápita no dedicada a la inversión igual a la tasa media observada durante el período 1995-2005 (1,5% anual).
- Un *escenario de convergencia lenta*, en el que se alcanza el nivel medio del PIB per cápita de la zona euro en veinte años. En dicho escenario la renta disponible per cápita crece, durante el período 2006-2025, a una tasa del 1,8%, aproximadamente la media del período 2001-2005. A partir de entonces, experimenta un aumento anual del 1,4%, valor que se sitúa ligeramente por encima de la tasa de crecimiento de la renta disponible per cápita de la

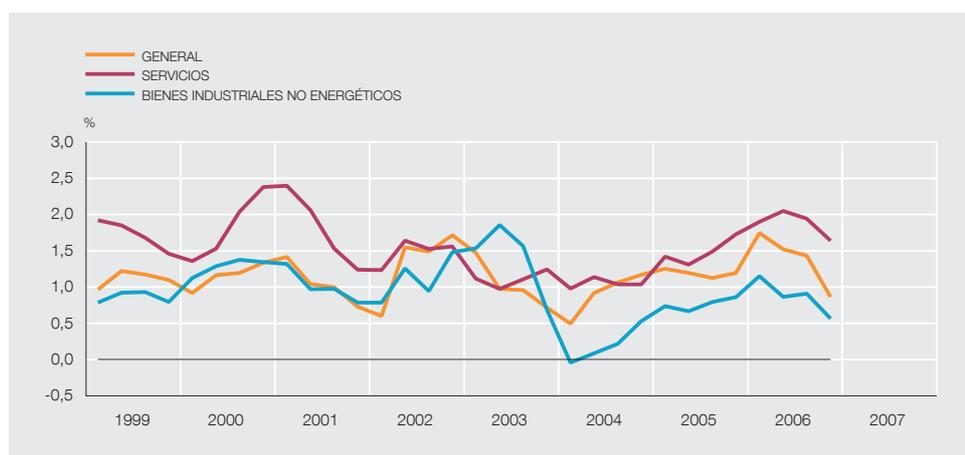
zona del euro durante los últimos cinco años del período de referencia (1,3%)<sup>1</sup>.

- Un *escenario medio de convergencia*, en el que se alcanza el nivel medio del PIB per cápita de la zona del euro en quince años. En dicho escenario, la renta disponible en España crece al 1,9% durante el período 2006-2020, y al 1,4% después.
- Un *escenario de convergencia rápida*, en el que se converge al nivel medio del PIB per cápita de la zona euro en diez años. En dicho escenario, la renta disponible crece al 2,1% durante el período 2006-2015, y al 1,4% después.

El cuadro adjunto proporciona, para cada uno de estos cuatro escenarios, las necesidades de financiación del sector privado que prescribe el modelo en cada caso, expresadas como ratio sobre las observadas a finales de 2005 (6,5% de la renta disponible). Una ratio inferior a la unidad implica que el modelo produce una estimación inferior al dato real. En el primer escenario, en el cual no hay crecimiento futuro de la renta neta de inversión por encima de la media del período 1995-2005, las necesidades de financiación del sector privado que explica el modelo suponen alrededor de un 30% de las realmente observadas. En los tres escenarios restantes, en los que las tasas de crecimiento futuro de la renta neta de inversión son más elevadas, las predicciones del modelo se aproximan más a las cifras realizadas, situándose entre el 74% y el 106% de estas últimas. Sin embargo, solo en el cuarto escenario, las necesidades de financiación del sector privado observadas a finales de 2005 estarían en línea con las que resultan de las simulaciones efectuadas, para valores relativamente elevados de la elasticidad de sustitución intertemporal. De este modo, si el modelo se ajusta suficientemente a la realidad, cabría deducir que las necesidades de financiación del sector privado podrían ser compatibles con el mantenimiento indefinido de la dinámica actual del consumo privado, en el caso en el que el PIB per cápita y la tasa de inversión siguieran una pauta como la descrita en el escenario de convergencia más rápida.

Cabe resaltar que los cálculos presentados suponen que todos los agentes residentes pueden acceder al crédito sin restricciones. Los valores de las necesidades de financiación que prescribe el modelo deberían ser corregidos a la baja en función de la proporción de agentes que no tengan acceso a la financiación ajena. En todo caso, aunque los resultados de las simulaciones ofrecen ilustraciones informativas, la relativa simplicidad del ejercicio impide caracterizar de modo completo la dinámica de la posición financiera del sector privado. En particular, el incremento de las necesidades de financiación que la economía española ha registrado en los últimos años responde, en gran medida, a la sensible expansión de la inversión en actividades relacionadas con el sector inmobiliario. Estos desarrollos obedecen a determinantes culturales, demográficas y financieras que revisten una gran complejidad y cuyos efectos sobre las decisiones de los agentes y el crecimiento futuro de la economía no pueden ser fácilmente recogidos en modelos estilizados como el utilizado en este recuadro.

1. Este supuesto equivale a situar el crecimiento tendencial de la productividad en el largo plazo —es decir, una vez se agoten las posibilidades de aumentar la utilización del factor trabajo— en el 1,4%: aproximadamente medio punto porcentual por encima de las estimaciones convencionales.



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

a. Series ajustadas de estacionalidad.

El encarecimiento relativo de los productos españoles guarda una correspondencia directa con el persistente diferencial positivo de inflación con los países de la UEM. A pesar de que el crecimiento de los salarios nominales se ha mantenido, en general, en línea con el de los precios, el diferencial de inflación ha ejercido un efecto alcista sobre los costes salariales relativos que no ha sido compensado por el crecimiento de la productividad del factor trabajo. La evidencia disponible<sup>8</sup> señala que el diferencial de inflación de la economía española está estrechamente ligado al fuerte impulso de la demanda, que, en un contexto de insuficiente flexibilidad de precios y salarios en el conjunto de la zona del euro, ha generado un crecimiento de los precios superior al observado en otros países de la UEM con economías menos dinámicas. Como se observa en el gráfico 2.3, los efectos de esta presión de la demanda sobre los precios han resultado más significativos en el sector no expuesto a la competencia internacional —en particular, en los servicios—, como consecuencia de la mayor intensidad relativa del gasto en este tipo de productos y, sobre todo, de la mayor capacidad de los oferentes para ajustar los márgenes.

#### 4.2 LOS MECANISMOS DE AJUSTE

El ajuste transcurrirá previsiblemente a través de una moderación gradual de las decisiones de gasto,

Como se ha argumentado, el saldo exterior deficitario de la economía española está ligado al aumento del recurso a la financiación de empresas y familias, como consecuencia de la mejora de las perspectivas de crecimiento en un contexto de estabilidad macroeconómica y de tipos de interés reducidos. Asimismo, aunque refleja un incremento de los ratios de endeudamiento, este no ha dañado la solvencia patrimonial del sector privado residente. Además, la pertenencia a la UEM, al eliminar el riesgo cambiario en las transacciones comerciales y financieras con nuestros principales socios, hace improbable que el déficit exterior suponga por sí mismo una restricción efectiva para el mantenimiento del dinamismo de la economía española. Finalmente, dada la forma en la que se están canalizando los flujos financieros desde el exterior, no es previsible que la disponibilidad y las condiciones de acceso a la financiación exterior experimenten cambios relevantes en el futuro.

En estas condiciones, el ajuste que cabe esperar, conforme madure la actual fase expansiva, vendrá inducido principalmente por una revisión gradual de las decisiones de gasto de con-

8. Véanse, por ejemplo, A. Estrada y D. López Salido (2005): *Understanding Spanish dual inflation*, Documento de Trabajo n.º 0503, Banco de España, y D. López-Salido, F. Restoy y J. Vallés (2005): «Inflation differentials in EMU: the Spanish case», *Moneda y Crédito*, vol. 220.

	PIB	Deflactor del PIB	Exportaciones	Importaciones	Contribución sector exterior
Tipo de interés (+1 pp)	-0,8	-0,4	0,1	-1,1	0,4
Precio de la vivienda	-0,8	-0,9	0,3	-1,1	0,5
Productividad (+1 pp)	0,7	-3,0	0,8	-0,3	0,3
Márgenes	0,4	-3,0	0,7	-0,5	0,4

FUENTE: Banco de España.

a. Simulaciones realizadas con el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE). Desviaciones acumuladas durante seis años en relación con el escenario base en pp. Perturbación tipos de interés: subida de 1 pp durante seis años. Perturbación del precio de la vivienda: desviación creciente sobre el escenario base a lo largo de seis años, calibrada para ocasionar el mismo efecto acumulado sobre el PIB que la perturbación de tipos de interés. Perturbación productividad: incremento permanente de 1 pp en el crecimiento de la PTF sobre el del escenario base. Perturbación márgenes: reducción márgenes sobre el del escenario base, calibrada para ocasionar el mismo efecto acumulado sobre el deflactor del PIB que en la perturbación de productividad.

sumo e inversión —y por lo tanto de financiación— de los agentes, hasta situarlos en niveles más acordes con los escenarios probables de evolución de las rentas futuras. Este ajuste permitiría, además, mitigar las presiones de demanda sobre los mercados y, de este modo, contribuiría a fortalecer la capacidad de la economía española para competir —vía precios y costes— en los mercados internacionales.

Los desarrollos recientes son coherentes con el inicio de un escenario de desaceleración gradual de la demanda agregada de la economía y de suave moderación de los desequilibrios. En particular, el proceso de normalización de las condiciones monetarias en el conjunto de la zona del euro y la absorción progresiva de la sobrevaloración que caracteriza el mercado inmobiliario tienden a ejercer un efecto moderador sobre el consumo y la inversión —sobre todo residencial—, y favorecen la recuperación de la tasa de ahorro y la contención de la demanda de financiación.

Con objeto de obtener una idea orientativa de la magnitud de los efectos de la desaceleración del gasto sobre el sector exterior, se ha utilizado el Modelo Trimestral del Banco de España<sup>9</sup> para realizar algunos ejercicios de simulación sobre el impacto que tendrían algunas perturbaciones exógenas seleccionadas sobre la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB. En concreto, se han introducido perturbaciones contractivas sobre dos de las variables que determinan la demanda de los residentes: el nivel de los tipos de interés y los precios de la vivienda.

En primer lugar, se supone que el nivel de los tipos de interés de corto plazo se sitúa durante seis años 1 pp por encima del que correspondería a un escenario base genérico. En el cuadro 2.3 se recogen los resultados de las simulaciones realizadas. Como se observa, esta perturbación supondría una desviación acumulada del PIB en los seis años de -0,8 pp respecto al escenario de referencia. Además, implicaría un efecto acumulado a lo largo de todo el período sobre el deflactor del PIB de -0,4 pp. Como resultado conjunto de la desaceleración de la demanda doméstica y de las ganancias de competitividad inducidas por la menor presión del gasto, la contribución del sector exterior mejoraría en 0,4 pp gracias, sobre todo, a la contención de las importaciones. En segundo lugar, se han simulado los efectos de una disminución del precio de la vivienda, con respecto al del escenario base, calculado con el objetivo de que suponga el mismo efecto sobre el PIB, al cabo de seis años, que el incremento de 1 pp en los

9. Véase E. Ortega, P. Burriel, J. L. Fernández, E. Ferraz y S. Hurtado (2007): *Actualización del modelo trimestral del Banco de España*, Documento de Trabajo n.º 0717, Banco de España.

tipos de interés. Como se observa en la segunda línea del cuadro, el efecto sobre la contribución neta del sector exterior es similar al de la primera simulación. Ambos resultados sugieren que el modelo permite captar, en ausencia de otras perturbaciones, una relación relativamente robusta entre los cambios en la demanda agregada y las variaciones en las exportaciones netas.

Así, usando las elasticidades implícitas en el ejercicio realizado, una desaceleración de la demanda agregada que implique un descenso de 1 pp en la tasa de crecimiento anual del PIB, en relación con el escenario base, aumentaría, en ausencia de otros cambios, la contribución del sector exterior en 3 pp al cabo de seis años y reduciría el déficit de la balanza de bienes y servicios en algo más de 2 pp del PIB a lo largo del mismo período. Estos resultados sugieren, con las limitaciones propias de este tipo de ejercicios de simulación con modelos macroeconómicos, que el ajuste del gasto a través de su influencia directa sobre la demanda de importaciones y la competitividad tiene un efecto lento, aunque de una magnitud significativa sobre el desequilibrio exterior.

cuya magnitud dependerá de los avances que se produzcan por el lado de la oferta.

Naturalmente, el efecto de la desaceleración de la demanda interna sobre la corrección del déficit exterior sería más pronunciado si viniera acompañado de mejoras en la eficiencia de la economía. Para ilustrarlo se han realizado otras dos simulaciones que introducen exógenamente aumentos en la capacidad de respuesta de la oferta, por aumento de la productividad, en un caso, y contención de los márgenes empresariales, en el otro. En la tercera línea del cuadro 2.3 se presentan los resultados de una simulación en la que se supone un incremento permanente de la Productividad Total de los Factores (PTF) de 1 pp por encima del escenario base. Tal y como se observa, la perturbación supuesta implicaría unas ganancias acumuladas de competitividad —medidas por el deflactor del PIB— de 2,8 pp, e impulsaría, además, la actividad económica. El efecto expansivo alcanza, sin embargo, un tamaño moderado (0,7 pp del PIB, en términos acumulados) a pesar del aumento que la perturbación ocasiona sobre el crecimiento potencial. Ello es la consecuencia de los efectos inhibidores sobre la inversión y la creación de empleo que las mejoras tecnológicas tienen en el corto plazo en este tipo de modelos. En todo caso, el incremento de la productividad supondría una desviación acumulada de la contribución de las exportaciones netas al producto de 0,3 pp, como consecuencia, sobre todo, del impacto de la ganancia de competitividad.

En la última línea del cuadro se supone, en lugar del aumento de la PTF, un menor crecimiento de los márgenes empresariales, calculado con el objetivo de que genere, al cabo de seis años, el mismo efecto acumulado sobre el deflactor del PIB. El impacto de esta perturbación sobre la actividad económica es algo menor que el causado por el aumento de la PTF, debido al efecto depresivo sobre la inversión que genera el menor crecimiento de los excedentes. Por el contrario, la desviación al alza de la contribución del sector exterior es más pronunciada en el caso de la perturbación de márgenes como consecuencia de su mayor impacto contractivo sobre la demanda de importaciones.

El nivel alcanzado por el déficit exterior de la economía española resulta del reflejo de una expansión de las necesidades de financiación de empresas y familias que ha podido superar a la que puede explicarse por la evolución previsible de las rentas futuras y conducir, por lo tanto, a una revisión a la baja de los planes de gasto de los agentes residentes. Los ejercicios de simulación muestran una sensibilidad significativa del déficit exterior a la desaceleración de la demanda y a las mejoras de competitividad que la misma puede generar, por lo que sería factible que el proceso de ajuste fuese compatible con el mantenimiento de un grado apreciable de dinamismo. Este proceso se podría realizar, por tanto, de manera que los desequilibrios acumulados tras tantos años de expansión se reabsorbieran de manera gradual y suave, sin

incurrir en una detención brusca del crecimiento. Para que ello fuera así, el ajuste debería incluir, lógicamente, una desaceleración de la demanda de consumo e inversión que propiciara la contención del endeudamiento de empresas y familias, así como un aumento de la presión competitiva en los sectores no expuestos que facilite la contención de los márgenes y una convergencia del crecimiento de la productividad hacia los niveles prevalecientes en el conjunto de la UEM. Naturalmente, cuanto mayores sean los avances por el lado de la oferta y de la competitividad de la economía, mayor será el nivel de dinamismo económico compatible con la reconducción de las necesidades de financiación de los sectores residentes.

### 3 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

## El entorno exterior del área del euro

### 1 Rasgos generales

#### 1.1 LA ECONOMÍA MUNDIAL EN 2006

La economía mundial volvió a registrar un fuerte crecimiento con inflación moderada, a pesar del carácter menos expansivo de las políticas macroeconómicas.

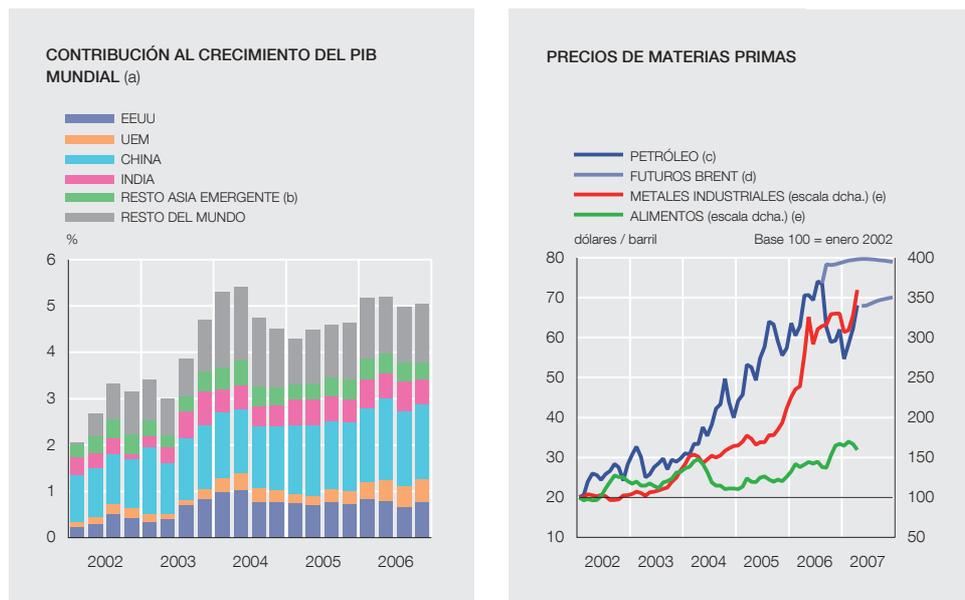
A lo largo del año la expansión fue equilibrándose geográficamente en los países desarrollados.

El precio del petróleo osciló fuertemente...

En 2006, la economía mundial volvió a registrar un ritmo de crecimiento elevado, en un entorno de inflación moderada, apoyado en unas condiciones financieras favorables. La continuidad de esta fase alcista se produjo a pesar del aumento experimentado por el precio del petróleo durante buena parte del año y del tono menos expansivo de las políticas macroeconómicas. No obstante, tras cuatro años consecutivos de expansión, el ciclo ha alcanzado una fase de maduración avanzada en algunas economías, generando una mayor incertidumbre sobre el rumbo que puedan tomar la actividad y las políticas económicas en el futuro. Esto es especialmente aplicable a los Estados Unidos, donde esta madurez cíclica se ha hecho patente conjuntamente con una desaceleración del mercado inmobiliario. Los mercados financieros tuvieron, en general, un comportamiento positivo, con sustanciales aumentos en las valoraciones de los activos, si bien los episodios de turbulencia registrados a mediados de 2006 y a comienzos de 2007 han sido un recordatorio de que la posibilidad de una corrección acusada en las valoraciones de algunos activos sigue existiendo, especialmente tras el prolongado período de volatilidad reducida e inclinación por las inversiones más arriesgadas. Además, los desequilibrios globales no solo no se han corregido sino que se han ampliado ligeramente. Las tasas de inflación se mantuvieron en niveles moderados y la transmisión del incremento de los costes de la energía a la inflación subyacente fue reducida. Sin embargo, la gradual absorción del exceso de capacidad productiva en muchas economías hace temer mayores presiones sobre los precios en el futuro.

En el conjunto del año, la tasa de crecimiento de la economía mundial fue del 5,4% (véase gráfico 3.1), medio punto porcentual más que en 2005 y una décima más que en 2004. Según avanzó el año, la desaceleración paulatina de la economía de Estados Unidos, junto con la recuperación del área del euro y del Reino Unido, y la consolidación de la actividad en Japón llevaron a un mayor equilibrio entre las tasas de crecimiento de las economías desarrolladas, aunque esta progresiva homogeneización queda algo difuminada en términos de promedios anuales (véase cuadro 3.1). El hecho de que el debilitamiento económico en Estados Unidos estuviera centrado en el sector residencial, poco abierto al exterior, y el mantenimiento de unas condiciones financieras holgadas mitigaron la transmisión de esta desaceleración a otras economías. Continuó, por otra parte, la expansión de las economías emergentes, principalmente de las asiáticas —destacando nuevamente los casos de China y de la India, que contribuyeron directamente en un 43% al crecimiento mundial, frente al 12% de los Estados Unidos—, pero también destacó la aceleración en América Latina y en Europa del Este. En todo caso, este último trienio ha sido el de mayor dinamismo global desde 1970, lo que cabe atribuir, entre otros factores, a la aceleración de la productividad, especialmente en las economías en desarrollo, apoyada, en gran medida, en la profunda reasignación de recursos y factores que se está produciendo a escala mundial.

El precio del petróleo permaneció en niveles elevados a lo largo de 2006 (véase gráfico 3.1). En el promedio del año, el precio del barril fue de 66 dólares, un 20% más que el año anterior, con una evolución diferenciada en dos etapas. Durante la primera etapa, el precio experimentó un aumento del 35% respecto a su nivel a finales de 2005, hasta marcar un máximo histórico en agosto, por encima de los 78 dólares por barril, debido fundamentalmente a las tensiones geopolíticas en algunas de las principales zonas productoras. A partir de septiembre, la tendencia alcista revirtió, de forma que el precio del petróleo finalizó 2006 en niveles similares a los del cierre de 2005, en torno a los 60 dólares por barril. La moderación de la actividad en los Estados Unidos, el aumento de la producción fuera de la OPEP y las existencias de



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.
- d. Futuros del Brent del 7 de agosto de 2006 y promedio de la semana del 9 al 13 de abril de 2007.
- e. Índices de Goldman Sachs.

crudo, así como el carácter extraordinariamente suave del invierno en el hemisferio norte, contribuyeron a la disminución del precio en los últimos meses del año. Por su parte, los metales se encarecieron significativamente, por la fuerte demanda mundial y por su atractivo para los inversores, en tanto que el coste de las materias primas agrícolas creció de forma más moderada. Ya en el inicio de 2007, el precio del petróleo volvió a elevarse, como consecuencia, nuevamente, de factores de naturaleza geopolítica.

pero la inflación se mantuvo contenida y siguieron sin apreciarse efectos de segunda ronda.

A pesar del encarecimiento de las materias primas (incluida la energía), los precios registraron tasas de variación moderadas (véase gráfico 3.2) y la mayor parte de las economías pudieron hacer compatible el mantenimiento de la inflación, dentro de cotas reducidas, con la consecución de ritmos elevados de crecimiento. Varios factores han contribuido a hacer posible esta combinación. Por una parte, la reducción de los precios de los productos comercializables, debida tanto al efecto directo de la penetración de bienes importados desde los países emergentes como a la mayor competencia que esto supone. Por otra, la contención de los crecimientos salariales, atribuible en buena medida al impacto de los flujos migratorios y de la globalización de la producción sobre los mercados laborales locales. Por último, el anclaje de las expectativas de inflación en tasas reducidas, como consecuencia de la credibilidad ganada por los bancos centrales. La inflación subyacente fue ligeramente superior a la de 2005, debido a la aceleración de los precios en los países industrializados, donde la menor holgura en la utilización de la capacidad productiva provocó, además, un aumento gradual de las expectativas de inflación. En cuanto a la evolución de la inflación por regiones, llama la atención la aproximación de la inflación subyacente en los países emergentes hacia tasas similares a las de las economías industrializadas (véase gráfico 3.2), cuando cabría esperar que los procesos de convergencia real de los primeros se tradujeran en un diferencial positivo de inflación, si sus divisas no se aprecian sustancialmente.

	2002	2003	2004	2005	2006
ESTADOS UNIDOS					
PIB	1,6	2,5	3,9	3,2	3,3
IPC (a)	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2
Balanza cuenta corriente (% PIB)	-4,5	-4,8	-5,7	-6,4	-6,5
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-3,8	-4,8	-4,6	-3,7	-2,6
JAPÓN					
PIB	0,3	1,4	2,7	1,9	2,2
IPC (a)	-0,9	-0,2	0,0	-0,6	0,2
Balanza cuenta corriente (% PIB)	2,9	3,2	3,7	3,6	3,9
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-8,0	-8,0	-6,2	-4,8	-4,3
REINO UNIDO					
PIB	2,1	2,7	3,3	1,9	2,7
IPC (a)	1,3	1,4	1,3	2,0	2,3
Balanza cuenta corriente (% PIB)	-1,6	-1,3	-1,6	-2,4	-2,9
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-1,6	-3,2	-3,1	-3,0	-2,5
CHINA					
PIB	9,1	10,0	10,1	10,4	10,7
IPC (a)	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,5
Balanza cuenta corriente (% PIB)	2,4	2,8	3,6	7,2	9,1
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-3,0	-2,4	-1,5	-1,3	-0,7
AMÉRICA LATINA (b) (c)					
PIB	0,1	2,3	6,3	4,5	5,3
IPC (a)	9,4	10,9	5,9	6,2	5,2
Balanza cuenta corriente (% PIB)	-0,3	0,9	1,2	1,7	1,9
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-4,8	-1,9	-0,7	-0,6	-0,5
NUEVOS MIEMBROS UE (b) (d)					
PIB	2,7	4,1	5,2	4,9	6,2
IPC (a)	2,7	2,1	4,1	2,5	2,4
Balanza cuenta corriente (% PIB)	-4,4	-4,1	-5,6	-3,9	-4,9
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-4,8	-4,8	-3,5	-3,0	-3,4
PRO-MEMORIA: Crecimiento del PIB					
Mundial	3,1	4,0	5,3	4,9	5,4
Zona del euro	0,9	0,8	1,8	1,5	2,8

FUENTES: Banco de España, FMI y estadísticas nacionales.

a. Tasa de variación interanual del índice de precios promedio

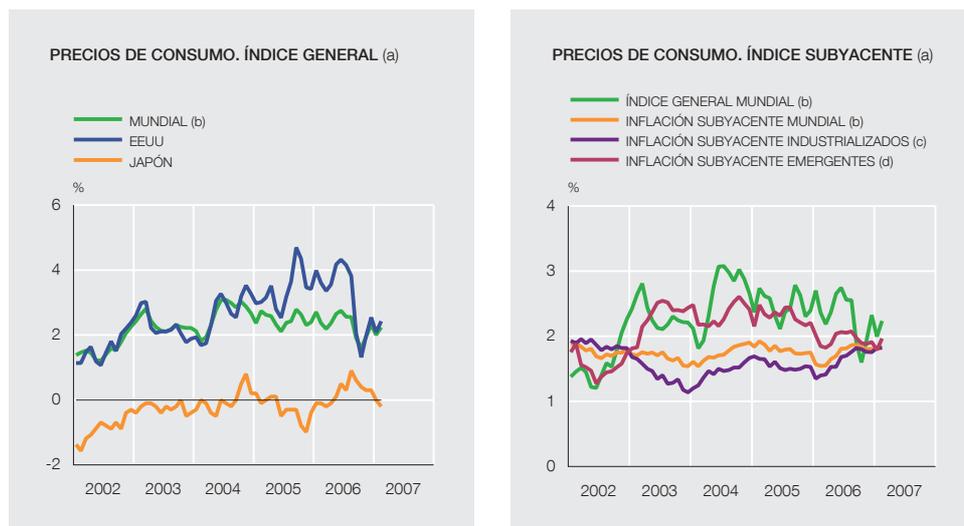
b. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.

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

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

La mayor parte de bancos centrales elevaron los tipos de interés oficiales...

En este entorno de maduración del ciclo económico y de cierto repunte de las presiones inflacionistas subyacentes, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas y de la gran mayoría de las emergentes elevaron sus tipos de interés en la primera parte del año (véase gráfico 3.3), dando lugar a una progresiva retirada del estímulo de la política monetaria. A partir del verano, algunos bancos centrales se apartaron de este proceso, al enfrentarse a una situación de mayor incertidumbre sobre la evolución de los precios y la actividad, que hizo menos predecible el curso futuro de las políticas monetarias. Este fue el caso de Estados Unidos, donde la Reserva Federal tuvo que conjugar un difícil equilibrio entre la persistencia de presiones inflacionistas y el debilitamiento de la actividad, conforme transcurría el año, de forma que a partir de junio dejó estable su tipo de interés oficial en el 5,25%. El Banco de Japón, por su parte, inició una normalización progresiva de su política monetaria, aprovechando la recuperación económica sostenida y los indicios de salida de la deflación, y abandonó las metas cuanti-



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. EEUU, Canadá, Japón, Zona del euro, Reino Unido, Dinamarca, Noruega y Suecia.
- d. Brasil, Chile, México, Polonia, Hungría, China, Corea, Tailandia y Sudáfrica.

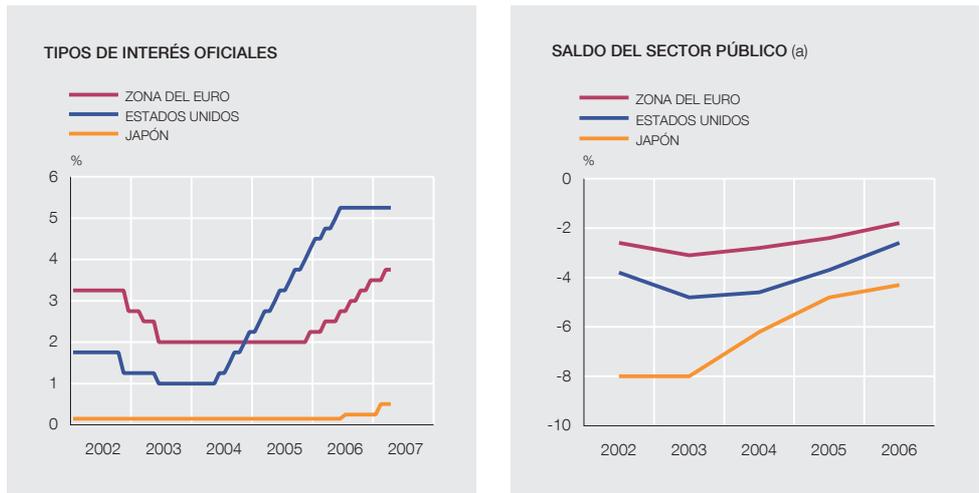
tativas en favor de un objetivo para el tipo de interés interbancario a un día, que se elevó en julio del 0% al 0,25%, por primera vez desde 2001, y que en febrero de 2007 alcanzó el 0,50%. Sin embargo, la incertidumbre en torno a la consolidación de la tasa de inflación en terreno claramente positivo ha ralentizado el proceso de aumento de los tipos de interés. Los tipos oficiales del área del euro prosiguieron su gradual aumento y también tendieron al alza en el resto de países de la UE. Asimismo, en las principales economías emergentes —con la notable excepción de Brasil— se llevaron a cabo aumentos de los tipos de interés oficiales. Muchos bancos centrales mantuvieron sus estrategias de acumulación de reservas internacionales, encaminadas fundamentalmente a contener la apreciación de sus monedas, aunque en algunos casos encontraron problemas crecientes para gestionar el incremento de liquidez resultante.

y los saldos fiscales mejoraron de modo generalizado.

En cuanto a la política fiscal, los déficits públicos tendieron a corregirse en las principales economías desarrolladas y emergentes (véase gráfico 3.3). Esta reducción fue el resultado, en muchos casos, de una fortaleza inusual de los ingresos públicos, más que de medidas de control del gasto. De hecho, en numerosos países —entre ellos, Estados Unidos— el crecimiento de los ingresos superó al que cabría atribuir a la buena situación económica, según las elasticidades históricas, por motivos que no son suficientemente conocidos y que no cabe descartar que sean transitorios. Por ello, aunque las medidas habituales de saldo estructural ajustado por el ciclo mejoraron sustancialmente, lo que, en principio, sería indicativo de un tono menos expansivo de las políticas fiscales, resulta difícil atribuir esta mejora directamente a una mayor consolidación fiscal. Entre las economías emergentes, las políticas fiscales mantuvieron un tono relativamente disciplinado en América Latina —aunque también favorecido por el incremento extraordinario de los ingresos—, mientras que en los nuevos miembros de la UE y en Asia tuvieron un comportamiento procíclico.

El comercio internacional se aceleró en 2006, pese a los obstáculos para avanzar en la Ronda de Doha.

El comercio internacional se aceleró en 2006, especialmente en el primer semestre, impulsado por la demanda mundial, alcanzando un crecimiento del 9,2%, frente al 7,4% de 2005. Las negociaciones multilaterales de la Ronda de Doha permanecieron suspendidas en la segunda mitad del año, ante la falta de acuerdo en temas como las políticas agrarias, lo que aceleró el



FUENTE: Datastream.

a. (+) superávit, (-) déficit.

proceso de firmas de acuerdos regionales o bilaterales que se observa entre las economías de menor tamaño. Los esfuerzos de la Organización Mundial del Comercio a inicios de 2007 para relanzar las conversaciones multilaterales hacen concebir cierta esperanza sobre la posibilidad de reconducir el proceso de liberalización comercial en este ámbito, haciéndolo compatible con los avances en los acuerdos bilaterales y regionales (véase recuadro 3.1). Se observa, no obstante, la emergencia de presiones proteccionistas en varios países, sustentadas, en parte, en la persistencia de abultados desequilibrios externos y en la percepción de que los tipos de cambio de algunas economías asiáticas se encuentran notablemente por debajo de los valores que pueden considerarse de equilibrio.

El dólar y el yen se depreciaron ligeramente en términos efectivos reales...

El dólar se depreció un 4% en términos efectivos reales entre diciembre de 2005 y abril de 2007. Este movimiento tuvo lugar, principalmente, en la segunda parte de 2006, en respuesta a las dudas suscitadas respecto al crecimiento en Estados Unidos y a la expectativa de un progresivo estrechamiento del diferencial de tipos de interés a corto plazo frente a monedas como el euro y la libra esterlina. El yen japonés, por su parte, registró una depreciación del 7% en términos efectivos reales durante ese período, generada, en parte, por la revisión a la baja de las expectativas de subida en los tipos oficiales de este país, que tuvo lugar a partir del tercer trimestre. La mayoría de las divisas de las economías emergentes se apreciaron con respecto al dólar. En particular, el renminbi chino se fortaleció un 4,5% en su cotización frente a la moneda estadounidense entre diciembre de 2005 y abril de 2007, aunque el tipo de cambio efectivo real se mantuvo prácticamente estable.

a pesar de lo cual los desequilibrios globales continuaron ampliándose.

A pesar de la depreciación del dólar, en términos reales, y de la progresiva recomposición geográfica del crecimiento a lo largo del año, los desequilibrios globales de balanza de pagos se ampliaron adicionalmente en 2006 (véase gráfico 3.4). En Estados Unidos, el déficit por cuenta corriente se incrementó en una décima, hasta alcanzar el 6,5% del PIB. La contrapartida del aumento del déficit exterior norteamericano fue el incremento de los superávits de los países exportadores de petróleo, de China y, en menor medida, de Japón. De este modo, se prolongó la situación según la cual los países emergentes cubren las necesidades de financiación netas de algunos países industrializados, circunstancia que resulta anómala. Con todo, se lograron avances en la estrategia de resolución multilateral de los desequilibrios globales (esbozada, entre otros, por el Fondo Monetario Interna-

RONDA DE DOHA

La Organización Mundial del Comercio (OMC), fundada en 1995 y cuyo precursor es el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT), creado en 1948, es un organismo destinado a promover el libre comercio internacional de bienes y servicios entre países. Como en el caso del GATT, su objetivo es coordinar reducciones de las barreras al comercio internacional erigidas entre la primera y segunda guerra mundial.

La necesidad de esta coordinación se explica por los incentivos que existen para la imposición unilateral y el mantenimiento de barreras comerciales<sup>1</sup>. Una negociación multilateral basada en el principio de reciprocidad permite alinear los incentivos para la reducción de barreras comerciales por parte de cada país, pues facilita el acceso de los productores nacionales a mercados exteriores, compensando la pérdida de parte del mercado interno. En este caso, el nivel óptimo de protección es menor que en el caso de la determinación unilateral y podría llegar a ser incluso nulo.

En las tres primeras rondas multilaterales del GATT (Kennedy, Tokio y Uruguay) se consiguió reducir sustancialmente la protección arancelaria (véase gráfico 1) y la no arancelaria. Paralelamente se llevaron a cabo multitud de acuerdos bilaterales (ya sean entre países, bloques comerciales o ambos), reducciones unilaterales de barreras comerciales y surgió una tendencia hacia el regionalismo —uniones aduaneras y mercados comunes—. El multilateralismo, el regionalismo y el unilateralismo se desarrollaron en paralelo en los años previos a Doha, y se consideraba a los acuerdos regionales como un modo de converger al libre comercio internacional de forma complementaria al multilateralismo.

Sin embargo, la última reunión de la Ronda de Doha de la OMC en julio de 2006 concluyó con el estancamiento de las negociaciones sobre bienes, sin llegar a discutirse la liberalización de los servicios. En esta reunión, el grupo de países desarrollados (Australia, la Unión

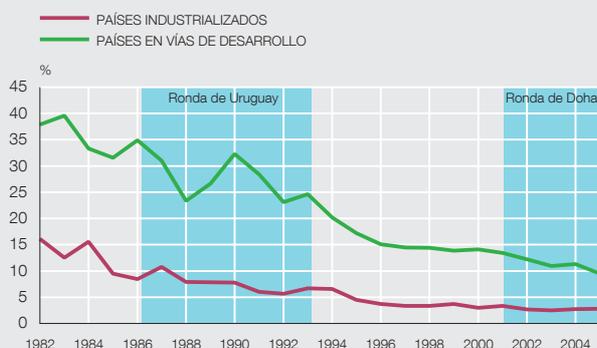
Europea, Japón y Estados Unidos) y varios emergentes (Brasil e India) no alcanzaron ningún acuerdo sobre la protección a los productos agrícolas y las políticas de subsidios a la agricultura, impidiendo cualquier discusión sobre un mayor acceso para productos no agrícolas o para los servicios.

Este estancamiento de las negociaciones multilaterales se debe, en parte, a que el regionalismo ha pasado de ser complementario a ser sustitutivo del multilateralismo. Los bloques regionales más importantes parecen preferir la negociación directa con países, ya que esta aumenta su poder de negociación, en comparación con las rondas multilaterales. El inconveniente de esta tendencia es que el regionalismo podría constituir ahora un obstáculo al libre comercio a escala global. Este cambio en el papel de los acuerdos regionales puede deberse a varios factores. En primer lugar, estos acuerdos, concebidos inicialmente como un régimen de excepción a los acuerdos multilaterales, se han hecho más comunes e involucran a un mayor número de países que en rondas anteriores (véase gráfico 2). Al poseer, en muchos casos, normas diferentes a las de la OMC, los acuerdos regionales pueden ser incompatibles con propuestas en las negociaciones multilaterales como, por ejemplo, las reglas de origen de las importaciones<sup>2</sup>. En segundo lugar, países ya miembros de acuerdos regionales pueden presionar en contra de reformas arancelarias basadas en el principio de «nación más favorecida» —de cumplimiento obligatorio en el seno de la OMC—, que puedan reducir sus aranceles nacionales, debilitando así el desarrollo futuro de la liberalización global del comercio. En tercer lugar, debido, también en parte, a las diferencias en el poder de negociación existentes entre bloques, la liberalización comercial ha sido relativamente asimétrica al abarcar especialmente al sector industrial y dejar de lado a la agricultura, algunas industrias manufactureras como el sector textil y los servicios<sup>3</sup>.

1. Véanse, por ejemplo, K. Bagwell y R. Staiger (2002), «The Economics of the World Trading System», MIT Press, y G. Grossman y E. Helpman (2002), «Special Interest Politics», MIT Press.

2. Las reglas de origen son los requisitos que un producto debe cumplir para ser considerado originario de un lugar o zona, lo cual determina que su comercialización transfronteriza se pueda realizar bajo los acuerdos de libre comercio.  
3. El 1 de enero de 2005 se eliminó el sistema de cuotas de exportación de productos textiles contemplado dentro del Acuerdo Multifibras. Sin embargo, después de la eliminación de las cuotas, el sector sigue soportando altos niveles de protección arancelaria.

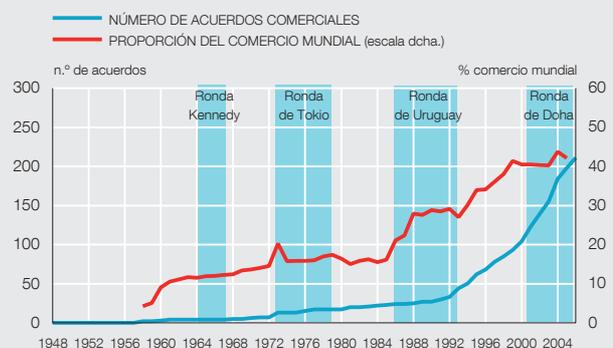
1 EVOLUCIÓN DEL ARANCEL PROMEDIO (a)



FUENTE: Banco Mundial.

a. Promedio ponderado según el valor de las importaciones de cada país.

2 ACUERDOS REGIONALES NOTIFICADOS A LA OMC



## RONDA DE DOHA (cont.)

En particular, los países industrializados que ya son miembros de grandes acuerdos regionales han visto reducidos sus incentivos para participar en negociaciones multilaterales que incluyen a países en vías de desarrollo, con mercados pequeños y fuertemente dependientes de exportaciones agrícolas y textiles. Todo esto ha atenuado el multilateralismo y las posibilidades de que este permita una liberalización global del comercio.

Dado el progresivo avance de los acuerdos regionales y el estancamiento de las negociaciones multilaterales, la OMC podría verse obligada a replantearse su estrategia. Una primera opción sería ligar la liberalización de los servicios a la de bienes en las negociaciones multilaterales con el objetivo de aumentar el atractivo para los países industrializados de un acuerdo multilateral que incluya el sector textil y el agrícola. La OMC puede ejercer también un papel importante a la hora de favorecer que el regionalismo contribuya al libre comercio mundial, si asumiese una tarea de evaluación y asesoramiento sobre

las consecuencias de futuros acuerdos regionales y de la ampliación de los existentes. En particular, dada la complejidad del conjunto de acuerdos existentes, de lógica legal y económica muy sutil, la OMC podría asesorar en el diseño de estos acuerdos para que contribuyan al objetivo de libre comercio mundial. En tercer lugar, los múltiples acuerdos regionales difieren en gran medida en la aplicación de reglas de origen y acumulación, por lo que la OMC podría ejercer un papel importante en su coordinación y estandarización. Por último, la OMC podría favorecer la creación de uniones aduaneras (con arancel externo común) en lugar de áreas de libre comercio (con aranceles externos diferentes para sus miembros), lo que llevaría a una reducción arancelaria y, a su vez, reduciría el poder de grupos de presión nacionales y la complejidad de las reglas de origen. Todo esto contribuiría tanto a la ampliación de los acuerdos regionales existentes como a la acumulación o superposición de estos, impulsando el objetivo final de la OMC de conseguir la liberalización del comercio mundial.

cional), en términos de una corrección parcial del déficit fiscal estadounidense y una reducción —la primera en seis años— de su déficit comercial neto de petróleo, de una moderada apreciación de las divisas asiáticas y de la reactivación del crecimiento en Europa y Japón, aunque en estas regiones las reformas estructurales no han avanzado sustancialmente.

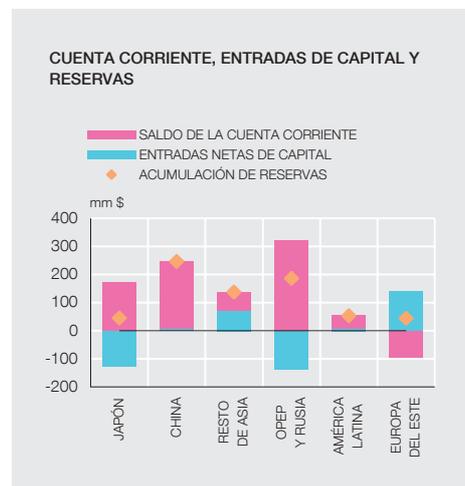
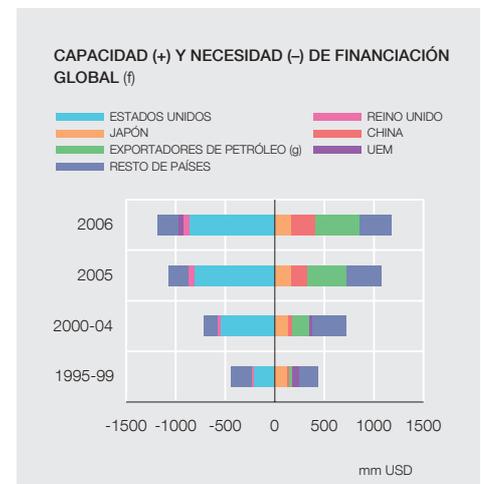
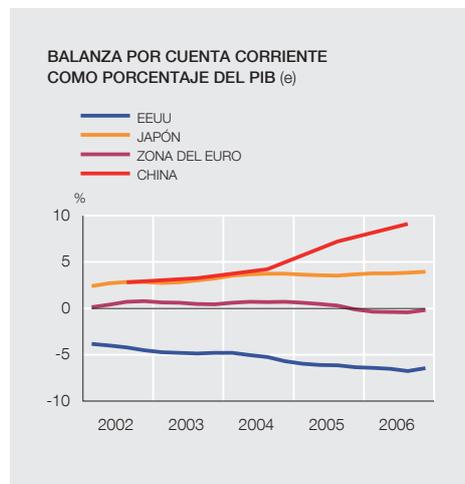
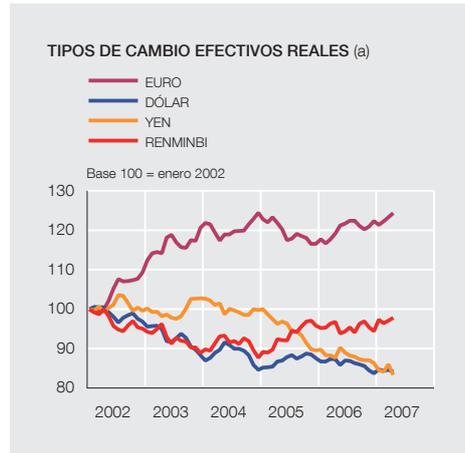
Los flujos de entrada de capitales y la acumulación de reservas siguieron siendo elevados en las economías emergentes.

Los flujos netos de capitales hacia las economías emergentes siguieron siendo elevados (véase gráfico 3.4), si bien ligeramente inferiores a los registrados en 2005. La conjunción de entradas de capital con unos elevados superávits por cuenta corriente se tradujo en un rápido ritmo de acumulación de reservas en casos como el de China —donde las reservas internacionales superaron el billón de dólares—, otros países de Asia y América Latina. Los países de Europa Central y del Este volvieron a ser los principales receptores de flujos netos de capitales y, al mismo tiempo, fueron la única región emergente que registró déficits por cuenta corriente. En los países exportadores de petróleo, por el contrario, se registraron salidas netas de capitales, pero el abultado tamaño de sus superávits externos se tradujo en un fuerte aumento de sus reservas internacionales. En el conjunto de las economías emergentes, las entradas de inversión directa del exterior siguieron siendo muy importantes, tanto en términos brutos como netos, pero resulta llamativo el fuerte incremento de la inversión directa desde las mayores economías emergentes hacia otros países, incluyendo en algunos casos los desarrollados, hasta el punto de que alguna de ellas, como Brasil, registró un saldo neto negativo.

## 1.2 LA CONTINUIDAD DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS HOLGADAS

Los mercados financieros tuvieron un comportamiento favorable en 2006...

Los mercados financieros volvieron a registrar resultados muy positivos —con revalorizaciones de los principales activos— en 2006, apoyados en la expansión de la actividad y la mejora de los fundamentos económicos. En particular, el crecimiento de los beneficios empresariales, la sólida posición financiera de las empresas, el mantenimiento de tasas de morosidad históricamente reducidas —tanto en el sector empresarial como en los hogares— y la disminución de la vulnerabilidad financiera en la mayoría de las economías emergentes fueron, todos ellos, factores que contribuyeron a estos buenos resultados.



FUENTES: JP Morgan, Estadísticas nacionales y FMI (WEO).

- a. Elaborados con precios de consumo. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.
- b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Filipinas, Singapur y Taiwán.
- d. República Checa, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.
- e. (+) superávit, (-) déficit.
- f. En dólares de 2006.
- g. Países de la OPEP más Rusia y Noruega.
- h. Para América Latina se han utilizado datos de activos exteriores netos, que recogen tanto variaciones de reservas como operaciones con organismos multilaterales.
- i. América Latina y Caribe, Europa Central y del Este y Asia Emergente.
- j. Incluye los préstamos bancarios.

y las condiciones financieras se mantuvieron holgadas, a pesar del tono menos acomodante de las políticas monetarias...

En este contexto, las condiciones financieras siguieron siendo notablemente holgadas, pese al incremento de los tipos de interés oficiales. Los tipos de interés nominales a largo plazo tan solo experimentaron un ligero repunte en la primera mitad de 2006, moderándose posteriormente y situándose en diciembre en el 4,8% en Estados Unidos, el 4% en la zona del euro y el 1,8% en Japón, cifras tan solo ligeramente superiores a las de finales de 2005. Tras iniciar 2007 con una leve tendencia al alza, los tipos de interés a largo plazo volvieron a reducirse durante el episodio de volatilidad de los mercados financieros iniciado a finales de febrero. Puesto que los tipos de interés nominales a corto plazo tendieron a aumentar en línea con los tipos oficiales, la pendiente de la curva de rendimientos, aun manteniéndose positiva, se redujo en las principales áreas, al tiempo que agudizó su signo negativo en los Estados Unidos (véase gráfico 3.5). De este modo, el comportamiento de los tipos de interés a largo plazo continuó difiriendo del que cabría esperar en función del aumento de los tipos de interés oficiales, de la presión de los déficits públicos —menor, pero aún significativa— y de las perspectivas de crecimiento e inflación mundiales a largo plazo.

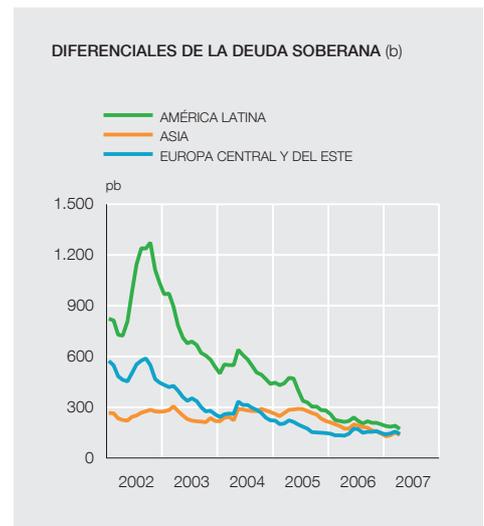
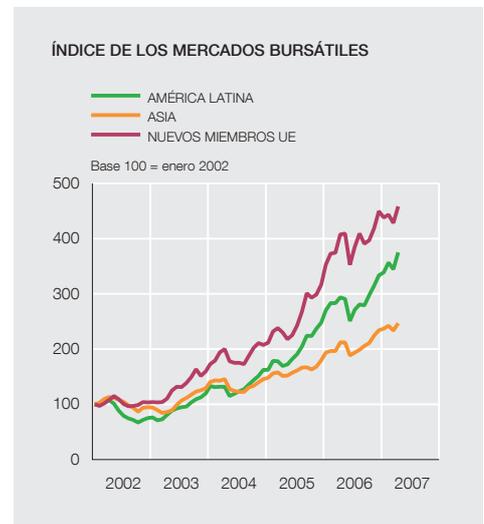
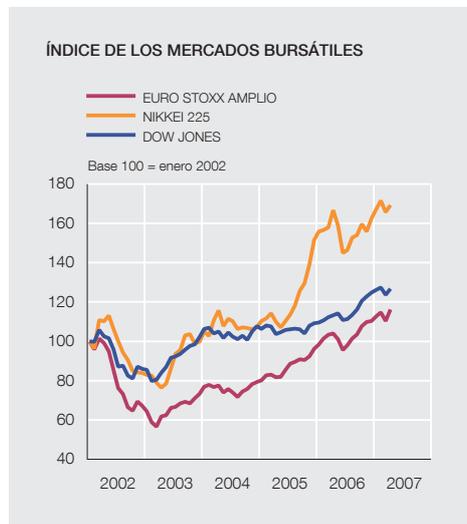
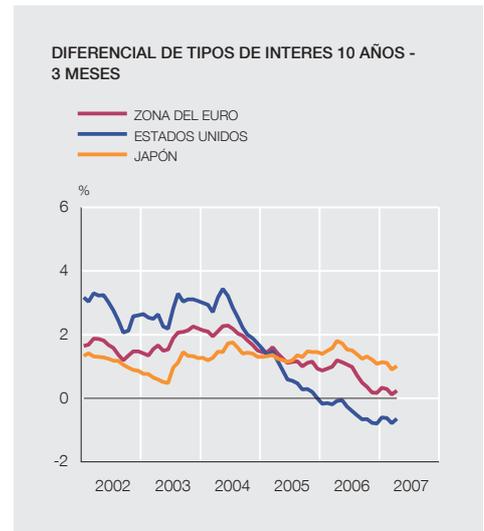
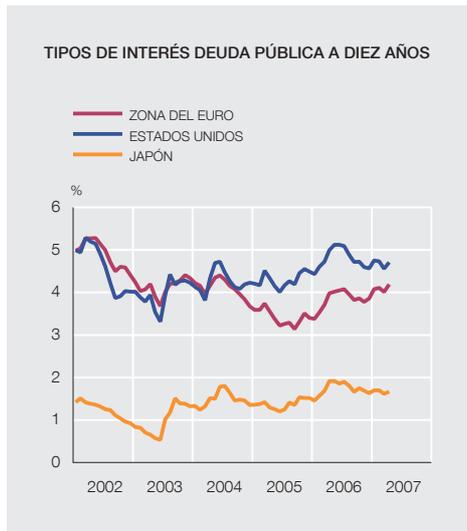
Es difícil encontrar razones que expliquen plenamente el mantenimiento de unas condiciones de financiación holgadas a escala global —reflejadas no solo en el bajo nivel de los tipos a largo plazo, sino también en las reducidas primas de riesgo y en los elevados precios de los activos negociados. No obstante, varios factores pueden haber contribuido a este resultado, entre ellos, la creciente sofisticación e integración de los mercados financieros —que facilitan un mayor apalancamiento y la dispersión de riesgos—, las operaciones de *carry trade* —en las que los inversores se endeudan en divisas con tipos de interés bajos para invertir en mercados con mayores rendimientos—, las políticas de acumulación de reservas en numerosas economías emergentes y el reciclaje de los ingresos de los países exportadores de petróleo en los mercados financieros internacionales.

lo que siguió apoyando la revalorización de los activos financieros a escala global y de los activos inmobiliarios en algunos países...

Como se ha señalado, los reducidos tipos de interés a largo plazo alimentaron la búsqueda de rentabilidades, incluso entre los activos más arriesgados, y sirvieron de apoyo, junto con el buen tono de la economía general, a las revalorizaciones de los activos reales y financieros, reflejo también de la compresión adicional de las primas de riesgo, que ya habían iniciado el año en niveles inusualmente bajos. Las bolsas de los países desarrollados tuvieron un comportamiento muy positivo, sustentadas por la solidez de los beneficios empresariales, y las de los países emergentes se revalorizaron acusadamente, alcanzando, en algunos casos, máximos históricos (véase gráfico 3.5). Los diferenciales de los bonos corporativos y de la deuda soberana de los países emergentes, calculados en relación con la referencia del bono americano a diez años, tendieron a caer de forma generalizada, registrando, en este caso, mínimos históricos. Otro rasgo característico del comportamiento de los mercados financieros fue la persistencia de la volatilidad, tanto implícita como realizada, en niveles históricamente reducidos. Por último, el precio de los inmuebles continuó mostrando notables tasas de crecimiento en algunas economías, si bien se observó una cierta desaceleración a lo largo del año, especialmente en los Estados Unidos. Los aumentos de la riqueza derivados de la revalorización de los activos supusieron un estímulo adicional al consumo y —en menor medida— a la inversión.

aunque se produjeron dos correcciones intensas, pero transitorias, en los mercados.

El comportamiento favorable de los mercados financieros se vio interrumpido temporalmente en mayo de 2006 y febrero de 2007 por sendos episodios de turbulencia que, con algunas diferencias significativas entre sí, pusieron de manifiesto las posibles consecuencias de un aumento inesperado de las primas de riesgo y un súbito desplazamiento de los inversores hacia instrumentos más seguros. En ambos casos, entre los factores desencadenantes estuvieron, en parte, las incertidumbres respecto al panorama macroeconómico estadounidense; en el caso más reciente, estas incertidumbres afectaron especialmente a las bolsas y tuvieron menos impacto sobre los bonos de peor calificación crediticia y de emisores soberanos emer-



FUENTES: Banco de España y Bloomberg.

a. Bono industrial BAA y AAA de Moodys y bono de alto rendimiento de Lehman Brothers.  
 b. EMBI + para América Latina y EMBI Global para Asia y Europa Central y del Este.

gentes. La disponibilidad de financiación en condiciones ventajosas y la reducida volatilidad pueden haber reducido los niveles de cautela de los inversores al adquirir los activos más arriesgados. En este sentido, los episodios de 2006 y 2007 han servido de recordatorio de los riesgos asociados a las inversiones en ciertos tipos de activos. Por otro lado, la superación de estos episodios y la ausencia de contagio ante otros acontecimientos, como los sucedidos en Tailandia, en la segunda mitad de 2006, o las incertidumbres de política económica en Ecuador y Bolivia, han ofrecido indicios positivos de la capacidad de resistencia de los mercados y de la economía global en situaciones de estrés. Aun así, persiste el interrogante sobre en qué medida las revalorizaciones de los activos financieros reflejan únicamente la mejora en los fundamentos económicos, o responden también a una valoración demasiado optimista de las condiciones y perspectivas económicas.

### 1.3 PERSPECTIVAS Y FACTORES DE RIESGO

El escenario central de la economía global para 2007 apunta a una continuación de las tendencias recientes...

El escenario central para 2007 prolonga la etapa de elevado dinamismo de la economía mundial —aunque se espera una moderación del ritmo de crecimiento global en algunas décimas— y de tasas de inflación contenidas. La evolución prevista en las diferentes áreas económicas apunta, además, a un reparto geográfico más equilibrado del crecimiento, pues se espera que la economía estadounidense experimente una desaceleración relativamente más acusada, frente a un mayor sostenimiento de otras economías desarrolladas o emergentes. El efecto de las decisiones de política monetaria adoptadas en 2006 y en el inicio de 2007, junto con la leve ralentización en el ritmo de expansión de la economía global —que contribuiría a contener el coste de la energía—, permitirían contrarrestar las presiones sobre los precios derivadas de una mayor utilización de la capacidad productiva.

con riesgos que se mantienen de ejercicios anteriores y otros nuevos, como el relacionado con una desaceleración mayor a la prevista en los Estados Unidos.

En torno a este escenario central favorable aparecen riesgos a la baja sobre el crecimiento mundial. Algunos se mantienen desde ejercicios anteriores, como un posible ajuste desordenado de los desequilibrios globales —riesgo al que contribuyen, en la coyuntura actual, las dificultades crecientes de algunas economías asiáticas para gestionar las fuertes entradas de capitales— o la posibilidad de una corrección brusca de los precios de los activos financieros e inmobiliarios. A ellos cabe añadir la posibilidad de una desaceleración económica en los Estados Unidos más intensa de la prevista, con repercusiones que podrían extenderse al resto de la economía mundial. Por su parte, los riesgos inflacionistas siguen estando sesgados al alza, debido a la madurez del ciclo económico.

En Estados Unidos, se abre la posibilidad de que el ajuste que está experimentando el sector inmobiliario acabe afectando de forma más intensa al resto de la economía, sobre todo si tiene impacto sobre el consumo privado. Además, la inversión empresarial se ha mostrado recientemente bastante débil, lo que acrecienta las posibilidades de una ralentización más acusada. Ante esta eventualidad, cabe plantearse en qué medida otras economías, como China, la zona del euro o Japón, están en mejores condiciones que en el pasado para afrontar el impacto negativo de una desaceleración en Estados Unidos, apoyadas en una mayor fortaleza de sus demandas internas y en las favorables condiciones de financiación global. Subsisten aún interrogantes a este respecto, especialmente si la debilidad económica en Estados Unidos viene acompañada por un aumento de las presiones proteccionistas. De ahí la importancia de proseguir y consolidar los avances en la liberalización del comercio mundial y, en particular, de reanudar las negociaciones de la Ronda de Doha.

Existen riesgos de presiones inflacionistas más acusadas, debido a la maduración del ciclo expansivo...

Los riesgos al alza sobre los precios pueden haberse incrementado al aumentar los niveles de utilización de la capacidad productiva, a medida que maduraba el ciclo expansivo. Muchas economías han alcanzado tasas de paro reducidas, que podrían favorecer un repunte de los salarios, en un contexto en el que la participación de las rentas salariales en el producto ha

venido retrocediendo durante los últimos años. Además, el aumento de la capacidad productiva mundial debido a la incorporación de las economías emergentes a la economía global podría comenzar a moderarse, si se materializan algunas de las presiones hacia un mayor proteccionismo.

en un contexto de incertidumbre sobre la evolución del precio del petróleo.

La evolución del precio del petróleo constituye un factor de incertidumbre adicional, aunque tal vez menos acuciante que en ejercicios anteriores. Algunos elementos apuntarían hacia una moderación de los precios en 2007, como consecuencia de una demanda mundial algo menos dinámica y de la progresiva entrada en funcionamiento de las inversiones para aumentar la capacidad de producción y de refino acometidas en años recientes. Hay que tener en cuenta, en ese caso, que algunas economías emergentes podrían verse significativamente afectadas por un descenso en el valor de las exportaciones de crudo y de otras materias primas. No obstante, es probable que se mantenga una elevada volatilidad en estos mercados y no se pueden descartar episodios de repunte en el precio del petróleo, ligados a las tensiones geopolíticas u otros factores. La materialización de este riesgo, en el contexto de un elevado nivel de utilización de la capacidad productiva, podría suponer una traslación más acusada a los precios de otros productos.

En el ámbito financiero, permanece la posibilidad de un reajuste brusco y perdurable en el precio de los activos...

Como se mencionó anteriormente, la posibilidad de un realineamiento brusco de los precios de algunos activos financieros —muy ajustados respecto a los criterios de valoración fundamentales— ante un aumento de los tipos de interés o de las primas de riesgo, constituye un elemento de notable incertidumbre. En la medida en que la valoración de estos activos esté apoyada en la disponibilidad de fuentes de financiación a un coste reducido y en una percepción excesivamente complaciente de los riesgos, tras un largo período de baja volatilidad en los mercados, la reversión de cualquiera de estas características podría llevar a una reevaluación sustancial y generalizada de los riesgos por parte de los inversores financieros y del resto de agentes económicos. Por otra parte, la probabilidad de que se desencadenen episodios de volatilidad puede haberse incrementado en un contexto de maduración del ciclo económico mundial, en el que aumentan las incertidumbres sobre el curso futuro de la actividad global y de las políticas económicas.

que podría combinarse con un ajuste de los desequilibrios globales.

Un posible ajuste en el precio de los activos financieros puede verse amplificado por el mantenimiento de unos crecientes desequilibrios globales, lo que tendría graves repercusiones sobre la actividad global. Adicionalmente, se mantiene el riesgo, ya apuntado en informes anteriores, de que el abultado déficit por cuenta corriente estadounidense deje de financiarse de forma fluida, especialmente cuando la magnitud de ese déficit continúa ampliándose. La necesidad de absorber un monto sustancial de flujos de capital del resto del mundo podría provocar un aumento brusco de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, que se extendiese a otras partes del mundo. A ello se añaden las tensiones, cada vez más recurrentes, que sufren las economías asiáticas, y en particular China, en torno a las políticas cambiarias, la acumulación de reservas y la gestión de los flujos de entrada de capitales, ya que esta región ha sido clave en la financiación del desequilibrio exterior en Estados Unidos.

Además de vigilar estos factores de riesgo, resulta necesario evitar la complacencia de los agentes económicos, tanto públicos...

Por último, además de estos factores de riesgo, es necesario tener en cuenta que, tras un largo periodo de bonanza económica, puede surgir un exceso de confianza y de complacencia en los agentes económicos —públicos o privados— que fomente la toma de decisiones sin una valoración adecuada de los riesgos. La fase expansiva puede llevar a los gobiernos a posponer las reformas necesarias para asegurar el crecimiento sostenido, especialmente las que son necesarias en el ámbito fiscal para abordar los retos demográficos de medio y largo plazo. Como se ha mencionado, la mejora en los saldos públicos se ha apoyado prin-

principalmente en la extraordinaria expansión de los ingresos, más que en medidas de consolidación. Sin embargo, es precisamente en los momentos de bonanza económica cuando más adecuado resulta instrumentar tales reformas, pues es más fácil mitigar la percepción de los costes que llevan aparejados. Asimismo, aunque el control de las presiones inflacionistas durante la reciente etapa de crecimiento económico se debe, en parte, al firme anclaje de las expectativas de inflación que ha proporcionado la acción de las autoridades monetarias, no cabe minusvalorar la contribución de la creciente integración económica y financiera a nivel internacional y de la incorporación de economías emergentes al proceso productivo global a la contención de los precios, cuyos favorables efectos pueden no prolongarse en el futuro con la misma intensidad.

como privados.

Por lo que se refiere a los agentes privados, la prolongación de una fase de expansión económica puede haber reducido en exceso la probabilidad que asignan a que se produzca una crisis, y puede haberles llevado a sobreestimar la capacidad de los mercados financieros para absorber episodios de turbulencias. Respecto al primer punto, el hecho de que los riesgos que se han venido apuntando a lo largo de estos años no se hayan materializado hasta el momento no disminuye necesariamente la probabilidad de que eclosionen; por el contrario, la persistencia de estos riesgos podría implicar que se materialicen con mayor virulencia, como podría ser el caso de un ajuste desordenado de los desequilibrios globales. Tampoco la resistencia de los mercados financieros ante las turbulencias ocurridas en 2006 e inicios de 2007 debería llevar a concluir que pueden absorber cualquier perturbación, por elevada que esta fuera. En particular, las innovaciones financieras, aunque han permitido una mayor diversificación de riesgos —algo bienvenido en cualquier economía—, también han generado una distribución de los mismos que, en algunos aspectos, resulta de compleja vigilancia por los organismos supervisores y cuyas derivaciones no han sido puestas a prueba en una situación de crisis.

## 2 Estados Unidos

En Estados Unidos, el PIB volvió a crecer fuertemente en 2006, aunque el enfriamiento del mercado inmobiliario lastró el ritmo de actividad en la segunda parte del año...

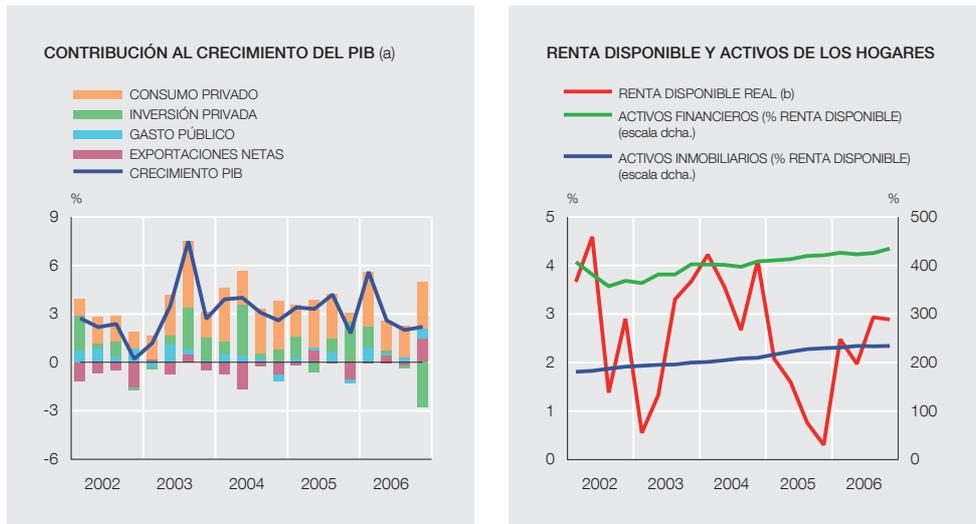
Los rasgos más destacados de la evolución de la economía estadounidense en 2006 fueron el enfriamiento del mercado inmobiliario y el robusto dinamismo del consumo privado, que hicieron que el PIB se acelerara una décima respecto a 2005, al crecer un 3,3%. No obstante, las tasas de expansión de la actividad se redujeron de forma significativa a partir del tercer trimestre, lastradas por la caída de la inversión residencial y la debilidad del gasto en bienes de equipo (véase gráfico 3.6), hasta situarse por debajo de los registros de los últimos años.

a pesar de lo cual el consumo permaneció robusto.

Pese a la notable desaceleración de los precios de la vivienda y al ajuste del sector inmobiliario (véase recuadro 3.2), los hogares continuaron manteniendo un elevado ritmo de consumo, apoyado en la robustez del mercado laboral. La tasa de paro mostró una tendencia decreciente durante gran parte del año, para estabilizarse en torno al 4,5% a finales de 2006 e inicios de 2007, pues el dinamismo de la contratación en los servicios compensó ampliamente la reducción del empleo en el sector de las manufacturas. El buen comportamiento de los mercados bursátiles también proporcionó apoyo al consumo, amortiguando el efecto de la evolución menos favorable de la riqueza inmobiliaria; de hecho, como porcentaje de la renta disponible, la riqueza neta de los hogares siguió creciendo de forma significativa en 2006 (véase gráfico 3.6). La tasa de ahorro de las familias experimentó una caída adicional, pues el avance del consumo volvió a exceder al de la renta de los hogares.

La inversión se mantuvo en tasas moderadas y el sector exterior mejoró.

En clara contraposición con la confianza demostrada por las familias, las empresas mantuvieron una posición más cautelosa, pese al rápido crecimiento de los beneficios, de forma que la inversión empresarial llegó a caer en el último trimestre del año. En un contexto de condicio-



FUENTES: Estadísticas nacionales y Reserva Federal.

- a. Aportaciones al crecimiento trimestral anualizado del PIB.  
b. Tasa interanual.

nes financieras muy favorables, la debilidad de la inversión en bienes de equipo podría explicarse por las dudas respecto a la evolución futura de la economía. Por su parte, el sector exterior mostró una cierta mejora en 2006, en términos reales. La aceleración de las exportaciones y la moderación de las importaciones hicieron que la contribución de la demanda exterior al crecimiento del PIB fuera prácticamente nula en el conjunto de 2006, por primera vez en la última década. Sin embargo, el déficit comercial se amplió adicionalmente, lo que, junto con el deterioro de la balanza de rentas, que pasó a tener signo negativo, llevó a que el déficit por cuenta corriente se incrementara en una décima, hasta el 6,5% del PIB.

La Reserva Federal concluyó el ciclo alcista de tipos de interés, aunque los riesgos inflacionistas no han acabado de disiparse y el saldo fiscal mejoró.

La inflación se incrementó significativamente en la primera mitad de 2006, medida tanto por el IPC general (4,3% en junio) como por el subyacente (2,9% en septiembre), debido a los elevados precios de la energía, al repunte de los alquileres imputados y al elevado grado de utilización de la capacidad productiva —patente, entre otros indicios, en el mantenimiento de tasas de paro muy reducidas e incipientes presiones salariales—. Aunque la tasa de inflación disminuyó posteriormente, en paralelo con la evolución del precio del petróleo, la reducción de la inflación subyacente fue menos significativa y, de hecho, en el inicio de 2007 se ha mantenido en tasas elevadas, en torno al 2,5%. La Reserva Federal aumentó en 100 puntos básicos (pb) el tipo de interés oficial durante los dos primeros trimestres de 2006. A partir de septiembre, en un contexto de caída del precio del petróleo y de desaceleración de la actividad, y a pesar de la insistencia de la autoridad monetaria en la persistencia de riesgos inflacionistas, se cimentaron expectativas más o menos intensas de recortes a lo largo de 2007, que se han ido disipando al comienzo de este año. El saldo fiscal del gobierno federal se redujo desde el 2,6% hasta el 1,9% del PIB, debido a la fortaleza de los ingresos, ya que el gasto creció un 7,4% en términos nominales.

Las principales incertidumbres para 2007 se refieren al impacto de la desaceleración del mercado inmobiliario, a la debilidad de la inversión y al repunte de la inflación.

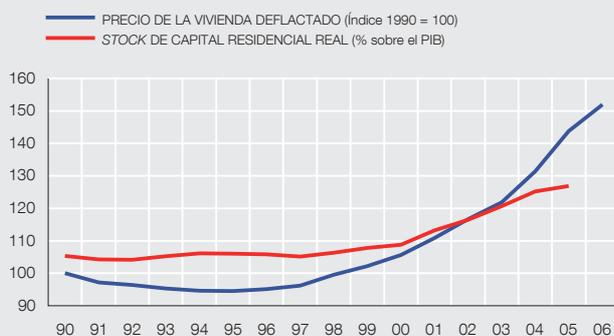
En 2007, la principal incertidumbre para la economía estadounidense sigue siendo la intensidad y el impacto que pueda alcanzar el ajuste en el mercado inmobiliario. En el escenario central, la contribución negativa de la construcción residencial al crecimiento se disiparía gradualmente a lo largo del año, pero no puede descartarse una traslación al consumo y, por ende, al resto de la economía si la caída de la construcción residencial tuviera un impacto más acusado sobre el empleo o si los precios de la vivienda cayeran de forma brusca. A este res-

Hasta 2005, el mercado inmobiliario estadounidense experimentó una fase alcista, caracterizada por un rápido encarecimiento de la vivienda y un aumento significativo de la inversión residencial. El sector inmobiliario fue, en ese período, uno de los principales dinamizadores de la economía de este país, tanto por su efecto directo en la formación bruta de capital y el empleo como por el efecto indirecto derivado de la revalorización de los activos inmobiliarios propiedad de los hogares, que favoreció el consumo y la reducción de la tasa de ahorro de las familias. Entre 2000 y 2005, el stock de capital residencial de la economía estadounidense aumentó un 58%, en tanto que el precio de la vivienda creció un 48% en términos reales (véase gráfico 1).

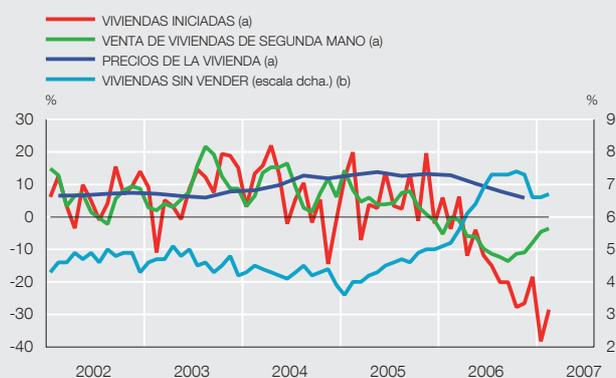
Factores financieros, económicos y demográficos apoyaron la expansión del parque residencial estadounidense y su revalorización.

De una parte, los compradores se beneficiaron de la reducción del nivel y volatilidad de los tipos de interés reales —y, en general, de las benignas condiciones de financiación—, así como del desarrollo de nuevos productos de crédito hipotecario que facilitaron el acceso al crédito de los hogares. Además, el crecimiento continuado de la actividad económica —apenas interrumpido por una leve recesión en 2001—, con tasas de paro relativamente reducidas, potenció el aumento sostenido de la renta de los hogares y, por ello, su demanda de vivienda. En el mismo sentido actuaron el crecimiento de la población —nativa e inmigrante— y el aumento de los hogares en edad de adquirir su primera vivienda. Por el lado de la oferta, en algunas regiones y áreas metropolitanas hay evidencia de que este aumento de la demanda se ha trasladado fundamentalmente a los precios, por la escasez de suelo edificable.

1 PRECIO DE LA VIVIENDA (EN TÉRMINOS REALES) E INVERSIÓN RESIDENCIAL EN ESTADOS UNIDOS



2 MERCADO DE LA VIVIENDA EN ESTADOS UNIDOS



1 EXPERIENCIAS DE AJUSTE INMOBILIARIO (c)

	EEUU	REINO UNIDO	AUSTRALIA	PAÍSES BAJOS
<b>PRECIO DE LA VIVIENDA</b>				
(en términos reales)				
Variación acumulada previa (d)	36,6	65,5	56,5	44,9
Corrección (e)	*	*	-1,9	-0,5
Fecha			(2005)	(2003)
Desaceleración (f)	-3,7	-11,6	-16,9	-16,0
Fecha	(2006)	(2003-2005)	(2004-2005)	(2000-2003)
<b>INVERSIÓN RESIDENCIAL</b>				
Variación acumulada previa (d)	36,0	22,7	23,1	13,2
Corrección (e)	-4,1	-1,6	-4,9	-10,0
Fecha	(2006)	(2005)	(2005-2006)	(2002-2003)
Contribución al crecimiento del PIB	-0,3	-0,1	-0,2	-0,6
Activos financieros reales (g)	4,9	10,8	10,4	-2,9
Consumo (g)	3,2	1,4	2,8	0,4

FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a. Tasa interanual.
- b. Viviendas de segunda mano sin vender en número de meses.
- c. Datos en porcentaje, salvo indicación en contrario.
- d. Variación real acumulada en los cinco años previos a la disminución de la variable o, en su caso, previos a 2006.
- e. Disminución en términos reales. Un asterisco indica que no llegaron a producirse caídas reales en la variable correspondiente.
- f. Diferencia entre el año de mayor crecimiento en los precios y el de menor.
- g. Variación real durante el período de caída de los precios y/o la inversión residencial.

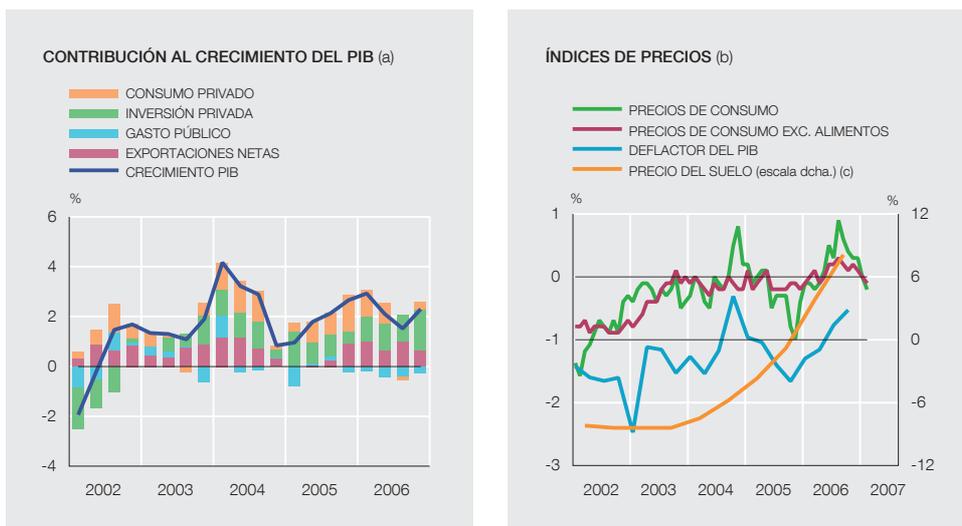
A partir del último trimestre de 2005, se hizo patente un cambio en la situación del mercado inmobiliario, que afectó inicialmente a la construcción residencial. El número de viviendas iniciadas, que había marcado un máximo superior a 2,2 millones al comienzo de 2006, se situó en marzo de 2007 en 1,5 millones. Como consecuencia, el componente residencial de la formación bruta de capital experimentó una caída significativa, llegando a detraer 1,2 pp al crecimiento del PIB en los dos últimos trimestres de 2006 (véase gráfico 3.6 del texto principal). Este pronunciado ajuste en la construcción se demostró insuficiente para compensar la moderación en la demanda de casas nuevas y usadas, y las existencias de viviendas nuevas disponibles se elevó rápidamente, hasta representar ocho meses de ventas a principios de 2007, una cifra no alcanzada en los últimos 10 años (véase gráfico 2). La acumulación de viviendas sin vender presionó progresivamente la valoración de los activos residenciales, que hasta ese momento había mostrado una pujanza considerable. Los precios, medidos a través del índice más comúnmente empleado (OFHEO), fueron desacelerándose de forma gradual, pero sostenida, desde el 13,2% interanual en el primer trimestre de 2006 al 5,9% en el cuarto. En este contexto, el peligro de que el ajuste del empleo en el sector de la construcción arrastrara a otras ramas y el riesgo de que un estancamiento —o, incluso, una caída— en los precios inmobiliarios afectase al consumo suscitaban la preocupación por el posible impacto de los acontecimientos en el mercado inmobiliario sobre el resto de la economía. Sin embargo, hasta ahora, el sostenido dinamismo de la creación de empleo en los servicios y la elevada disposición de los hogares al consumo han permitido eludir ese impacto.

Otros países han registrado en años anteriores desaceleraciones sustanciales en los precios de la vivienda —como Reino Unido, Australia y los Países Bajos—. Los mercados de la vivienda están caracterizados por importantes diferencias institucionales y estructurales, lo que aconseja tener mucha cautela en la extrapolación de las experiencias de un país hacia otro. No obstante, la comparación de estos episodios puede permitir extraer algunas conclusiones respecto al desarrollo e impacto del ajuste. Como se observa en el cuadro 1, el incremento de los precios inmobiliarios en Estados Unidos, en los

últimos años, está en el rango inferior y el ajuste de precios en el resto de países se limitó a desaceleraciones o caídas muy reducidas en términos reales. En todos estos casos, la repercusión sobre la inversión residencial fue de magnitud similar a la observada hasta ahora en la economía estadounidense, pero dado el reducido peso de esta partida en el PIB no supuso, por sí misma, una debilidad económica acusada. En cambio, el impacto sobre el consumo sí fue significativamente distinto entre estos países. En el caso neerlandés, donde el ajuste estuvo acompañado de una fuerte corrección en los mercados bursátiles y donde, como en Estados Unidos, el uso de las hipotecas para extraer riqueza inmobiliaria está muy extendido, el impacto sobre el consumo fue notable.

En Estados Unidos el consumo mantuvo su dinamismo en la segunda mitad de 2006. Esta fortaleza, vendría explicada, junto con el sostenido crecimiento de la renta disponible, por el buen comportamiento de la bolsa, aunque hay que hacer la salvedad de que el ajuste del sector inmobiliario aún sigue su curso al inicio de 2007. No obstante, cabe subrayar que el caso estadounidense presenta algunas características propias que podrían incrementar la intensidad del ajuste en los próximos trimestres. De una parte, en la medida en que la construcción residencial ha sido más dinámica que en otras áreas y puede haberse alejado más de las necesidades derivadas del crecimiento demográfico, no puede descartarse que la contracción en la inversión residencial tenga que ser más profunda y prolongada, lo que amplificaría la posibilidad de traslación al resto de la economía. Además, la participación de hogares con ingresos bajos e histórica crediticia deficiente ha sido más importante. A ello ha contribuido el mercado de préstamos de baja calidad (el segmento conocido como *subprime lending*), cuyas dificultades recientes podrían eventualmente trasladarse a otros mercados financieros y traducirse en una menor disponibilidad de crédito para otros agentes. Por último, en esta fase de maduración cíclica de la economía estadounidense, la posible coincidencia de una corrección en la valoración de los activos inmobiliarios y financieros afectaría a la riqueza y a la confianza de los hogares, y podría acabar frenando el empuje del consumo.

pecto, el aumento de la morosidad entre las hipotecas a tipo variable concedidas a prestatarios con calidad crediticia reducida podría agravar la magnitud del ajuste en el mercado de vivienda y tener implicaciones sobre la disponibilidad de crédito para otros agentes y sobre otros mercados financieros. La debilidad de la inversión productiva es también motivo de preocupación, no solo por sus consecuencias a medio plazo, sino por la posibilidad de que la cautela de las empresas se termine reflejando en la creación de empleo y afecte, por consiguiente, al consumo. La persistencia de la inflación en tasas relativamente elevadas constituye otro elemento de riesgo, pues ofrece poco margen para absorber posibles perturbaciones como, por ejemplo, las provenientes de la evolución del precio del petróleo. Por último, a lo largo de 2006 se agudizó el protagonismo del consumo privado como principal elemento dinamizador de la economía estadounidense, lo que dificulta una corrección del abultado déficit exterior. Por este motivo, la adopción de políticas que faciliten la absorción gradual de este desequilibrio vuelve a aparecer como un desafío para las autoridades económicas estadounidenses.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

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

### 3 Japón

El crecimiento en Japón aumentó respecto a 2005, a pesar de la atonía del consumo...

y se amplió el superávit por cuenta corriente.

La inflación se adentró tímidamente en territorio positivo...

lo que posibilitó al Banco de Japón abandonar su política monetaria ultraexpansiva.

El PIB japonés creció un 2,2% en el conjunto de 2006, tres décimas por encima de la tasa alcanzada en 2005, ya que el empuje de la inversión privada y de las exportaciones permitió superar la relativa atonía del consumo privado (véase gráfico 3.7). Entre los factores condicionantes del pobre desempeño del gasto en consumo cabe destacar el escaso dinamismo de la renta de las familias, pues si bien la creación de empleo permitió reducir la tasa de paro en cuatro décimas —hasta el 4%—, los salarios no mostraron un empuje equiparable y tan solo crecieron un 0,2% en 2006.

En cuanto al sector exterior, el superávit de la balanza por cuenta corriente se amplió del 3,6% al 3,9% del PIB. Aunque la balanza comercial se deterioró muy ligeramente —una décima, hasta el 1,9% del PIB—, el crecimiento robusto de los ingresos por inversiones en el exterior impulsó el saldo de la balanza de rentas y compensó la caída del saldo comercial.

Los datos de precios evidenciaron avances —aunque limitados y titubeantes— hacia el abandono de la deflación (véase gráfico 3.7). El índice de precios de consumo alcanzó una tasa interanual del 0,9% en agosto, al hilo del encarecimiento del petróleo, pero posteriormente se ralentizó, hasta volver a mostrar tasas interanuales ligeramente negativas en marzo de 2007. Este hecho, junto con la persistencia de caídas en el deflactor del PIB y en los costes laborales unitarios, mantuvo la preocupación por un posible retorno de la deflación. En sentido contrario actuaron la revalorización del suelo urbano y, de forma especialmente destacable, la recuperación del crédito bancario —que creció por primera vez en diez años—.

El Banco de Japón aprovechó el repunte de la inflación para anunciar el abandono de la política monetaria basada en objetivos cuantitativos y adoptar un esquema más ortodoxo de fijación de objetivos para el tipo de interés. Tras este paso, la autoridad monetaria realizó dos aumentos en el tipo de intervención, que pasó del 0% al 0,50%. Las perspectivas de aumentos adicionales en el corto plazo, que la mayoría de inversores pronosticaron al inicio de 2006, fueron remitiendo al confirmarse la resistencia de la inflación a consolidarse en terreno positivo, aunque resulta previsible que en el medio plazo prosiga la normalización gradual del tipo de interés oficial. En el ámbito de la política fiscal, la fortaleza de los ingresos fue decisiva para

lograr una reducción del déficit del sector público, aunque no se llevaron a cabo medidas significativas de control del gasto o de reforma impositiva.

Los principales riesgos para 2007 se encuentran ligados a la persistente atonía del consumo y a la dependencia de la demanda externa.

La evolución del consumo privado, que es vital para garantizar la continuidad de la fase expansiva en 2007, aparece como la principal incertidumbre en el panorama macroeconómico japonés. La atonía del consumo, debida fundamentalmente al estancamiento de las rentas salariales, podría desembocar en un menor optimismo entre las empresas, con la consiguiente retracción de los planes de inversión y contratación, y el peligro de un retorno a la deflación. Por otra parte, la excesiva dependencia de la demanda externa sitúa a Japón ante el riesgo derivado de una ralentización más acusada en Estados Unidos. El contexto moderadamente favorable de la recuperación económica no ha sido aprovechado suficientemente para seguir avanzando en el proceso de reformas estructurales y elevar el crecimiento potencial de la economía. Serían especialmente pertinentes actuaciones encaminadas a dinamizar el mercado laboral —y, en especial, a limitar la dualidad existente entre trabajadores fijos a tiempo completo y quienes cuentan con trabajos temporales de media jornada—, así como a aumentar el grado de competencia interna.

#### 4 China y resto de Asia

El crecimiento en China continuó por encima del 10%, sin presiones inflacionistas aparentes.

El crecimiento del PIB en China fue del 10,7% en 2006, tres décimas más que en 2005 (véase gráfico 3.8). Aunque el sector industrial y la inversión siguieron siendo los principales impulsores de la expansión, el consumo privado también aumentó su dinamismo. Las autoridades, preocupadas por un posible exceso de gasto en bienes de inversión y por un recalentamiento de la economía, pusieron en práctica durante el segundo semestre una serie de medidas administrativas, de tono restrictivo, que tuvieron un éxito limitado. Pese a la continuidad de un crecimiento muy elevado, no se registraron incrementos acusados de los precios de consumo, que crecieron en torno al 1,5% interanual a lo largo de 2006, si bien repuntaron hasta el 2,7% en febrero de 2007.

Se amplió el ya elevado superávit externo en el contexto de una ligera apreciación del renminbi, y las reservas internacionales superaron el billón de dólares.

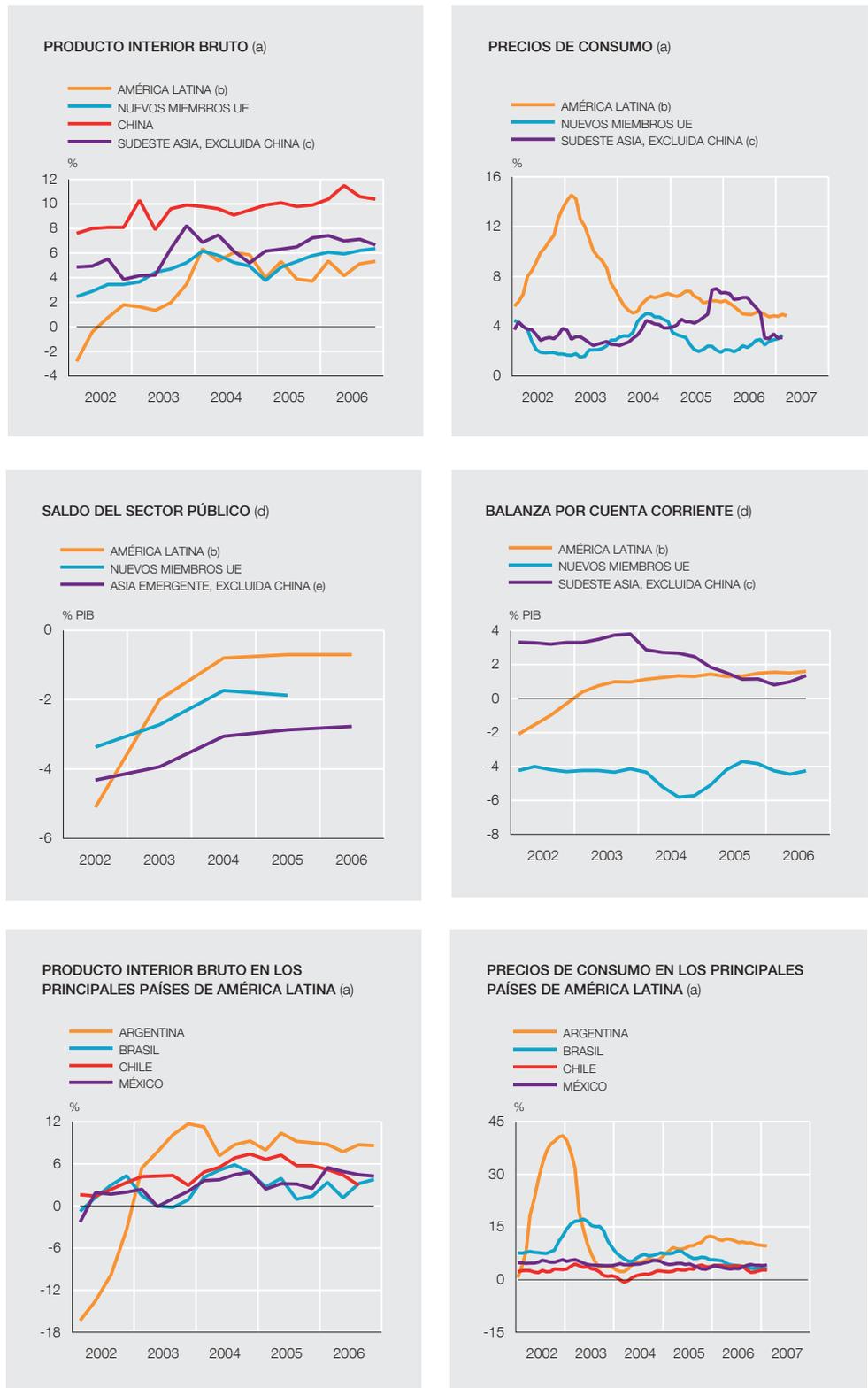
El superávit por cuenta corriente se amplió de forma significativa respecto a los elevados niveles de 2005, hasta el 9% del PIB. Este superávit, junto con la continuada afluencia de inversión directa extranjera, tuvo como consecuencia un incremento de las reservas exteriores de 247 mm de dólares. El *stock* de reservas superó así el billón de dólares, poniendo de manifiesto la insuficiencia de las medidas de flexibilización del renminbi —que permaneció prácticamente estable, en términos efectivos reales, en el transcurso de 2006 e inicios de 2007— para contener estos desequilibrios. En este contexto, la política monetaria estuvo condicionada por la necesidad de esterilizar la liquidez resultante de la acumulación de reservas internacionales. Ante las dificultades crecientes para llevar a cabo esta tarea, las autoridades optaron por aprobar sucesivos aumentos del coeficiente de reservas bancarias, subidas de los tipos de interés de referencia sobre préstamos y depósitos, y un endurecimiento de las condiciones de financiación hipotecaria.

El resto de economías asiáticas también experimentaron robustas tasas de crecimiento...

En líneas generales, las restantes economías emergentes de Asia lograron crecimientos robustos, incluso superiores, en promedio, a los del año anterior (6,8%, frente al 6,4% en 2005) (véase gráfico 3.8). La inflación volvió a repuntar, debido esencialmente al incremento del coste de la energía, aunque las presiones inflacionistas se vieron, en general, contenidas por políticas monetarias de corte más restrictivo. En India se registró un elevado ritmo de crecimiento económico en 2006 (9%) y, ya en el primer trimestre de 2007, se asistió a un gradual repunte inflacionista, que motivó una elevación del tipo de interés oficial.

con importantes contribuciones tanto de la demanda interna como de la exterior.

Aunque el empuje fundamental del crecimiento vino aportado por la demanda interna, la mayoría de los países de la región se beneficiaron del dinamismo de la demanda exterior y los superávits por cuenta corriente se ampliaron en muchos de ellos. Las fuertes entradas de capitales provocaron la apreciación de las principales monedas y generaron una creciente



FUENTES: Estadísticas nacionales y FMI.

a. Variación interanual.

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

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

d. Superávit (+) o déficit (-).

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

preocupación sobre la competitividad y la gestión de la liquidez en la zona. En Tailandia se recurrió incluso a la imposición de controles a la entrada de capitales, con consecuencias negativas para sus mercados financieros, en tanto que en Corea del Sur y China se flexibilizaron parcialmente las salidas de capitales.

La región mantiene buenas perspectivas, aunque los principales retos están asociados a la gestión de las presiones inflacionistas, de la acumulación de reservas y de las políticas cambiarias.

Aunque las perspectivas de la región son favorables, en el panorama económico siguen pesando una serie de incertidumbres importantes. En el corto plazo hay que destacar las asociadas a un repunte de la inflación, especialmente en un entorno en el que los bancos centrales encuentran cada vez más difícil gestionar simultáneamente la entrada de capitales y la acumulación de reservas internacionales. En el caso concreto de China, estas dificultades podrían llegar a tener un impacto negativo sobre la estabilidad financiera y económica. Para el conjunto de la región, también podrían ser importantes los efectos de una ralentización de la demanda externa en Estados Unidos. Por otra parte, la falta de flexibilidad cambiaria en algunos países se mantiene como uno de los impedimentos para un ajuste ordenado de los desequilibrios globales y favorece las tendencias proteccionistas en otros países. En particular, dados los crecientes lazos comerciales entre China y las restantes economías de la región, una mayor flexibilidad cambiaria del renminbi contribuiría no solo a reducir la rápida acumulación de reservas y a fomentar un crecimiento más equilibrado en ese país, sino también a disminuir las reticencias de otros países del área a permitir una apreciación más acusada de sus monedas.

## 5 América Latina

América Latina culminó el quinto año consecutivo de expansión del producto...

El PIB de América Latina creció un 5,3% en 2006, frente al 4,5% registrado en 2005, culminando así el quinto año consecutivo de expansión (véase gráfico 3.8). Los pilares principales de la actividad fueron el fortalecimiento de la demanda interna, favorecida por las condiciones financieras holgadas; el buen comportamiento de los mercados laborales, en términos de creación de empleo, y los altos precios de las materias primas de exportación. El consumo privado mantuvo un importante dinamismo y se produjo, además, una reactivación de la inversión, que es especialmente bienvenida.

con una tendencia a la baja de la inflación y un boyante sector exterior.

La inflación del área, por su parte, siguió, en promedio, una marcada tendencia a la baja, hasta alcanzar un mínimo histórico del 4,7%, en el cuarto trimestre de 2006. Destaca el caso de Brasil, donde la inflación se redujo del 5,5% en el primer trimestre de 2006 hasta el 3,1% en el cuarto. En Argentina y Venezuela, sin embargo, la inflación se mantuvo en tasas excesivamente elevadas. La tendencia a la baja de la inflación en la región se vio favorecida por la apreciación de los tipos de cambio y la mayor prudencia de los bancos centrales, que han acumulado márgenes de credibilidad significativos en los últimos años. El tono de las políticas monetarias tendió a endurecerse, sobre todo en la primera parte del año, salvo en Brasil, donde se mantuvo la política de recorte progresivo de los tipos de interés oficiales. La evolución de las cuentas fiscales fue positiva en las principales economías, como consecuencia de la favorable situación cíclica y del fuerte aumento de los ingresos públicos, apoyados también en el elevado precio de las materias primas. En todo caso, y en línea con lo sucedido en los últimos años, la evolución del gasto estuvo supeditada en gran medida a la buena evolución de los ingresos. Por otra parte, pese a la fortaleza de la demanda interna, el rápido crecimiento de las exportaciones permitió a varios países de la región registrar nuevos máximos históricos en sus superávits por cuenta corriente.

Siguió disminuyendo la vulnerabilidad financiera...

El mantenimiento de políticas macroeconómicas prudentes y de posiciones exteriores supe-ravitarias ayudó a reforzar la percepción de una menor vulnerabilidad en muchos países. Además, las autoridades de la región continuaron aprovechando la elevada demanda por parte de los inversores de deuda de las economías emergentes para mejorar las condiciones de plazo e incrementar el peso de la deuda en moneda local dentro de los títulos emitidos.

Muchos bancos centrales continuaron acumulando reservas en respuesta a la tendencia a la apreciación de sus monedas.

aunque las reformas fueron muy limitadas.

Como viene ocurriendo en esta fase expansiva, los resultados en el ámbito de las reformas estructurales siguieron siendo relativamente limitados en el conjunto de la región, en parte porque se vivió un año electoral en varios países. En el mismo sentido, los esfuerzos de liberalización regional del comercio se vieron amenazados por la consolidación de dos bloques diferenciados de países, con concepciones opuestas sobre el modelo de integración comercial y regional. Esta polarización tendió a fomentar, por otra parte, la adopción de acuerdos bilaterales con países desarrollados por parte de las economías más pequeñas.

Las perspectivas son favorables, con riesgos derivados de la evolución de las condiciones financieras o de las políticas económicas en ciertos países.

Las perspectivas para el año apuntan al mantenimiento de un buen ritmo de crecimiento, en un contexto externo favorable, con presiones reducidas sobre los precios. Entre los elementos de incertidumbre sobre este escenario se encuentra, precisamente, una posible reversión de las condiciones financieras holgadas en los mercados internacionales, pues al menos una parte de la mejora en los indicadores de vulnerabilidad de estos países ha venido de la mano de la reducción de los costes de financiación y la apreciación de los tipos de cambios de la región. Un comportamiento menos favorable de los precios de las materias primas es, asimismo, un elemento de riesgo importante. En el plano interno, la principal amenaza procede del giro heterodoxo en la gestión de las políticas económicas en algunos países de la región, que se ha acentuado con la persistencia de la bonanza económica y que perjudica la sostenibilidad del crecimiento. Ante este riesgo, gana especial importancia la revitalización de agendas de reforma estructural que permitan a los países latinoamericanos una integración más efectiva en la economía global, fomentando su competitividad —especialmente a través del aumento de la productividad— y los fundamentos de su estabilidad. La instauración de nuevas administraciones y la buena coyuntura económica deberían impulsar estos procesos.

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

La actividad económica en el Reino Unido experimentó una fuerte aceleración, con presiones inflacionistas y un aumento del déficit exterior...

La economía del Reino Unido superó en 2006 la ralentización que había caracterizado al ejercicio anterior y creció un 2,7%, nueve décimas más que en 2005. La aportación de una demanda interna muy dinámica, tanto en lo referente al consumo privado como a la inversión, fue el pilar fundamental de esta recuperación. La solidez de la situación económica se tradujo en un sostenido dinamismo de la creación de empleo, si bien la tasa de paro creció hasta el 5,5%, este efecto es atribuible a la incorporación de trabajadores inmigrantes a la población activa. La expansión de la actividad contribuyó, junto con factores de carácter temporal, a hacer repuntar sensiblemente la inflación, que sobrepasó el 3% interanual en marzo de 2007, el límite máximo de la banda de  $\pm 1$  pp alrededor del objetivo del Banco de Inglaterra (2%). Este respondió en la segunda mitad de 2006 y los primeros meses de 2007 con incrementos del tipo de interés oficial por un total de 75 pb, hasta el 5,25%. El déficit del sector público se redujo, mientras que la fortaleza de la demanda interna y la apreciación de la libra esterlina contribuyeron a un nuevo deterioro del déficit por cuenta corriente, que alcanzó el 2,9% del PIB.

algo que, con mayor intensidad, también sucedió en los nuevos miembros de la UE.

Por su parte, en los nuevos países miembros de la Unión Europea —entendiendo por tales los que se incorporaron en 2004— el PIB se aceleró del 4,9% en 2005 al 6,2% en 2006, impulsado por la inversión y, en menor medida, el consumo privado (véase gráfico 3.8). La recuperación del área del euro supuso un estímulo para la demanda externa de muchas de estas economías. Los países bálticos y Eslovaquia mostraron las mayores tasas de crecimiento, pero también destacó la recuperación de la actividad en Polonia. Las tasas de inflación repuntaron de forma generalizada, por el alza en el precio del petróleo, en los primeros meses del año, así como de los precios administrados y de los alimentos. En respuesta a estas presiones inflacionistas, la mayoría de los bancos centrales reaccionaron endureciendo el tono de las

políticas monetarias. No obstante, la dispersión de la inflación entre las economías que integran este grupo fue muy significativa, desde el 1% de Polonia hasta el 6,5% de Letonia en el promedio de 2006. El tono de las políticas fiscales fue, por lo general, más expansivo que en años anteriores y, en la mayoría de los casos, empeoró el saldo estructural de las Administraciones Públicas, pese al repunte de la recaudación. Destacó especialmente el caso de Hungría, donde se registró un notable deterioro de las cuentas públicas y el déficit rondó el 10% del PIB. También fue generalizado el aumento de los déficits por cuenta corriente, que en el caso de los países bálticos llegó a superar el 10% del PIB.

La contención de los desequilibrios externos y fiscales y de la inflación constituyen los principales retos de los nuevos estados miembros de la UE...

Pese a que las perspectivas de la región siguen siendo favorables, especialmente en un contexto de mayor dinamismo en el área del euro, subsisten varios desafíos significativos para las políticas macroeconómicas. En particular, deben profundizarse los esfuerzos para corregir gradualmente los desequilibrios externos y las cuentas públicas, mientras que el vigoroso crecimiento del crédito podría constituir un elemento de riesgo —que, en algunos países, se agrava por el elevado porcentaje denominado en moneda extranjera—. La contención de las elevadas tasas de inflación constituye otra tarea prioritaria en algunos países, para la cual serían especialmente necesarias medidas de reforma estructural que flexibilicen las condiciones de oferta.

a la que se incorporaron, al principio de 2007, Bulgaria y Rumanía.

En el ámbito institucional, Bulgaria y Rumanía se incorporaron a la UE el 1 de enero de 2007, al tiempo que Eslovenia se adhirió a la zona del euro. Por otra parte, las perspectivas de ingreso de Turquía en la UE sufrieron un contratiempo importante, al suspender el Consejo Europeo parcialmente las negociaciones. Este último país experimentó una notable desaceleración de la actividad, provocada, en gran medida, por los aumentos de tipos de interés adoptados en respuesta a las turbulencias financieras de mayo y junio de 2006, que le afectaron especialmente.

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

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

En 2006 se intensificó el proceso de recuperación de la actividad del área iniciado en el segundo semestre de 2005. El crecimiento del PIB de la UEM, que rebasó las previsiones existentes al comienzo del año de manera sustancial, ascendió al 2,8%. Esta tasa, superior a la de expansión del producto potencial, fue, además, la más elevada desde el año 2000. En el transcurso del año, el incremento del PIB mostró un perfil ascendente, hasta alcanzar el 3,3% en el cuarto trimestre, impulsado, en parte, por algunos factores de naturaleza transitoria en la segunda mitad del ejercicio. En todo caso, el dinamismo de la actividad afectó a todas las partidas del gasto y propició la aceleración de la demanda de empleo.

La inflación del área se situó, tal como sucedió en el año anterior, por encima del 2%. Esta evolución respondió al comportamiento de los componentes más volátiles del índice y, en particular, al de bienes energéticos, de modo que la inflación subyacente permaneció, como en 2005, en el 1,5%. A lo largo del año comenzaron a vislumbrarse algunos indicios de transmisión del encarecimiento de los bienes energéticos a los precios de otros bienes, pero no se apreciaron efectos significativos sobre las demandas salariales. No obstante, los riesgos al alza sobre la inflación se fueron acrecentando en consonancia con la mejora de la actividad y el empleo. La actuación preventiva de la política monetaria contribuyó a mitigar estos riesgos al corregir gradualmente el carácter expansivo que las condiciones monetarias habían mantenido durante la prolongada fase de débil crecimiento económico.

En el terreno de las reformas estructurales, el balance del primer año completo de aplicación de la Agenda de Lisboa renovada resulta moderadamente satisfactorio. La perseverancia en este proceso resulta crucial para conseguir que se prolongue la actual fase expansiva, así como para facilitar el ajuste de los distintos países ante perturbaciones idiosincrásicas. En cuanto a la política fiscal, la mejora del ciclo económico determinó una sensible disminución de los déficits públicos de los países del área. Esta evolución favorable de los saldos presupuestarios observados comporta el riesgo de que los gobiernos interpreten erróneamente que la corrección de los desequilibrios estructurales de las cuentas públicas se ha hecho menos acuciante. Por el contrario, la actual coyuntura debe ser aprovechada para intensificar los esfuerzos de consolidación fiscal, pues es en las fases altas del ciclo cuando existe mayor margen de maniobra para adoptar reformas presupuestarias, que pueden conllevar, en el corto plazo, algún efecto moderador del crecimiento.

Las perspectivas económicas del área para el año 2007, en el que Eslovenia se ha convertido en el decimotercero Estado miembro de la UEM, son favorables. En concreto, apuntan a una continuación de la fase expansiva de la actividad, en un marco donde siguen prevaleciendo unas condiciones financieras propicias para la ampliación del gasto y se mantiene un crecimiento económico robusto, aunque algo inferior al observado en 2006.

#### 1.1 LA ACTIVIDAD Y EL EMPLEO

En 2006, la aceleración de la actividad respondió a la mejora general de todos los componentes del gasto.

El crecimiento del PIB en 2006 superó en 1,3 puntos porcentuales (pp) la tasa registrada un año antes, lo que obedeció al incremento de las aportaciones tanto del saldo neto exterior como de la demanda interna —en especial de la inversión—, mientras que la variación de existencias continuó presentando una contribución nula al crecimiento del producto (véase cuadro 4.1). El ritmo de expansión del consumo privado —que se aceleró en tres décimas, hasta el 1,8%— se vio impulsado por el creciente dinamismo de la renta real disponible. Esta variable se benefició del gradual aumento del ritmo de generación de empleo y, en menor medida, del mayor vigor de la remuneración por asalariado, y, en la segunda mitad del año,

	2004	2005	2006	2006			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
<b>DEMANDA Y PRODUCTO</b>							
Producto interior bruto	1,8	1,5	2,8	0,8	1,0	0,6	0,9
<i>Consumo privado</i>	1,4	1,5	1,8	0,5	0,4	0,7	0,4
<i>Consumo público</i>	1,4	1,4	2,2	1,3	0,0	0,7	0,4
<i>Formación bruta de capital fijo</i>	1,7	2,7	4,9	1,1	2,2	0,9	1,5
<i>Exportaciones</i>	6,4	4,4	8,5	3,2	1,0	1,9	3,6
<i>Demanda final</i>	2,9	2,5	4,2	1,3	1,0	1,0	1,2
<i>Importaciones</i>	6,2	5,4	7,9	2,4	0,9	2,2	1,7
Contribuciones al crecimiento del PIB (b)							
<i>Demanda interna</i>	1,4	1,7	2,5	0,8	0,7	0,7	0,6
<i>Variación de existencias</i>	0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,3	0,0	-0,5
<i>Demanda externa</i>	0,1	-0,3	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,8
<b>PRECIOS Y COSTES (c)</b>							
Precios de consumo (media anual)	2,1	2,2	2,2	2,3	2,5	2,1	1,8
Deflactor de la demanda final	1,7	2,3	2,4	2,7	2,8	2,4	1,7
Deflactor del PIB	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	1,6
Costes laborales unitarios	1,1	0,9	0,8	1,0	1,1	1,1	0,0
Remuneración por asalariado	2,1	1,6	2,2	2,2	2,4	2,3	1,8
Productividad del trabajo	1,0	0,7	1,4	1,2	1,4	1,2	1,8
<b>ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)</b>							
Gastos totales	47,6	47,6	47,4				
<i>Gastos corrientes</i>	43,4	43,3	42,9				
— Gastos por intereses	3,1	2,9	2,9				
<i>Inversión pública</i>	2,5	2,5	2,5				
Ingresos totales	44,8	45,1	45,8				
Déficit (-) / superávit (+) primario	0,3	0,5	1,3				
Déficit (-) / superávit (+)	-2,8	-2,5	-1,6				
<b>MERCADO DE TRABAJO</b>							
Empleo total	0,7	0,8	1,4	0,5	0,5	0,3	0,3
Paro (e)	8,8	8,6	7,9	8,2	7,9	7,8	7,6
<b>BALANZA DE PAGOS (d)</b>							
Cuenta corriente	0,7	-0,1	-0,2	-0,6	-0,5	-0,2	0,5

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.

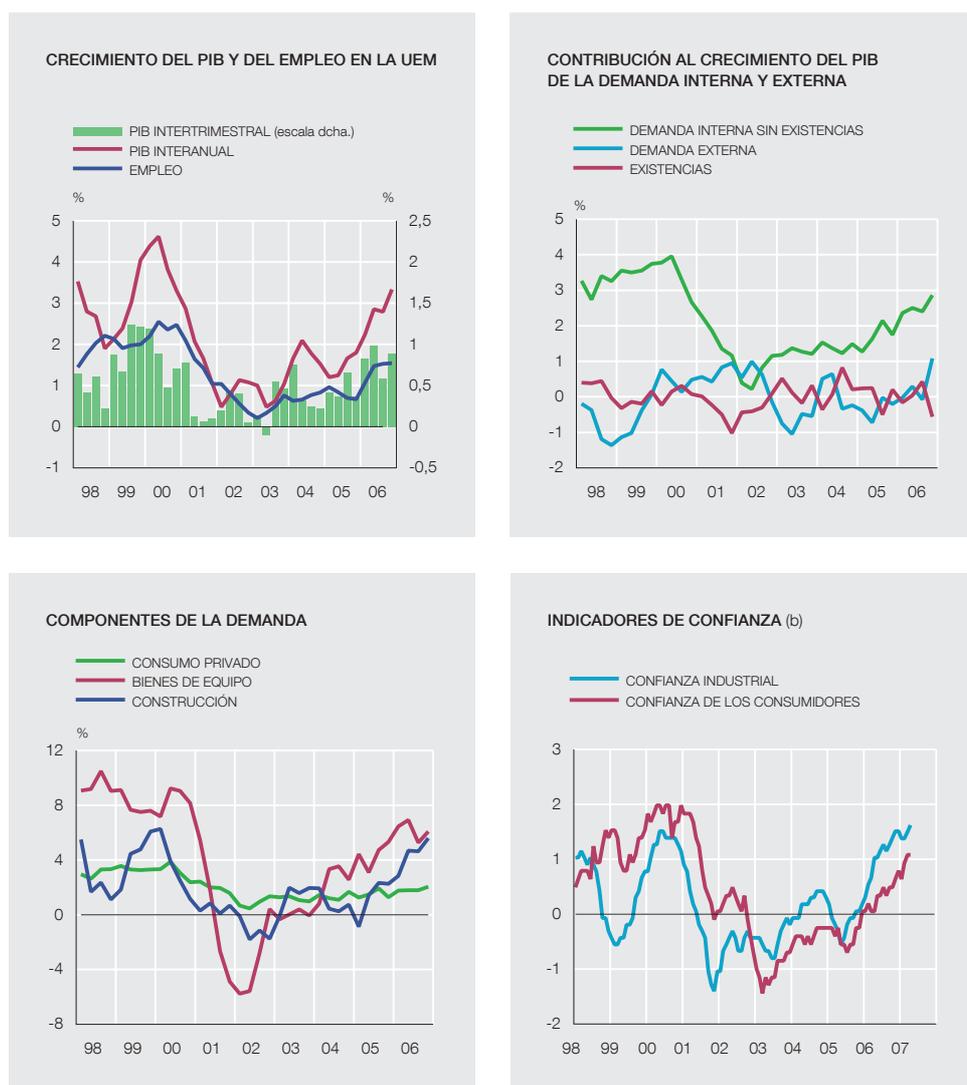
d. Porcentaje del PIB.

e. Porcentaje de la población activa.

del abaratamiento del petróleo. Además, el crecimiento del gasto en consumo de los hogares superó al de la renta disponible, lo que supuso un retroceso adicional de la tasa de ahorro. En concreto, la revalorización de la riqueza financiera y no financiera de las familias y el fortalecimiento de la confianza de estos agentes, alentada por el retroceso de la tasa de desempleo, impulsaron también el consumo.

Destaca la fuerte recuperación de la inversión, que se basó en sus determinantes fundamentales.

El notable avance de la formación bruta de capital fijo, cuya tasa de crecimiento superó a la del año anterior en 2,2 pp, hasta alcanzar el 4,9%, se extendió a todos sus componentes (véase gráfico 4.1). Por agentes, la inversión empresarial se vio estimulada por el empuje de la demanda final —que se tradujo en un aumento significativo de la utilización de la capacidad instalada— y por el contexto propicio para la financiación del gasto, dada la firmeza de los beneficios, la sólida posición patrimonial del sector y el reducido coste del capital. Esto último



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

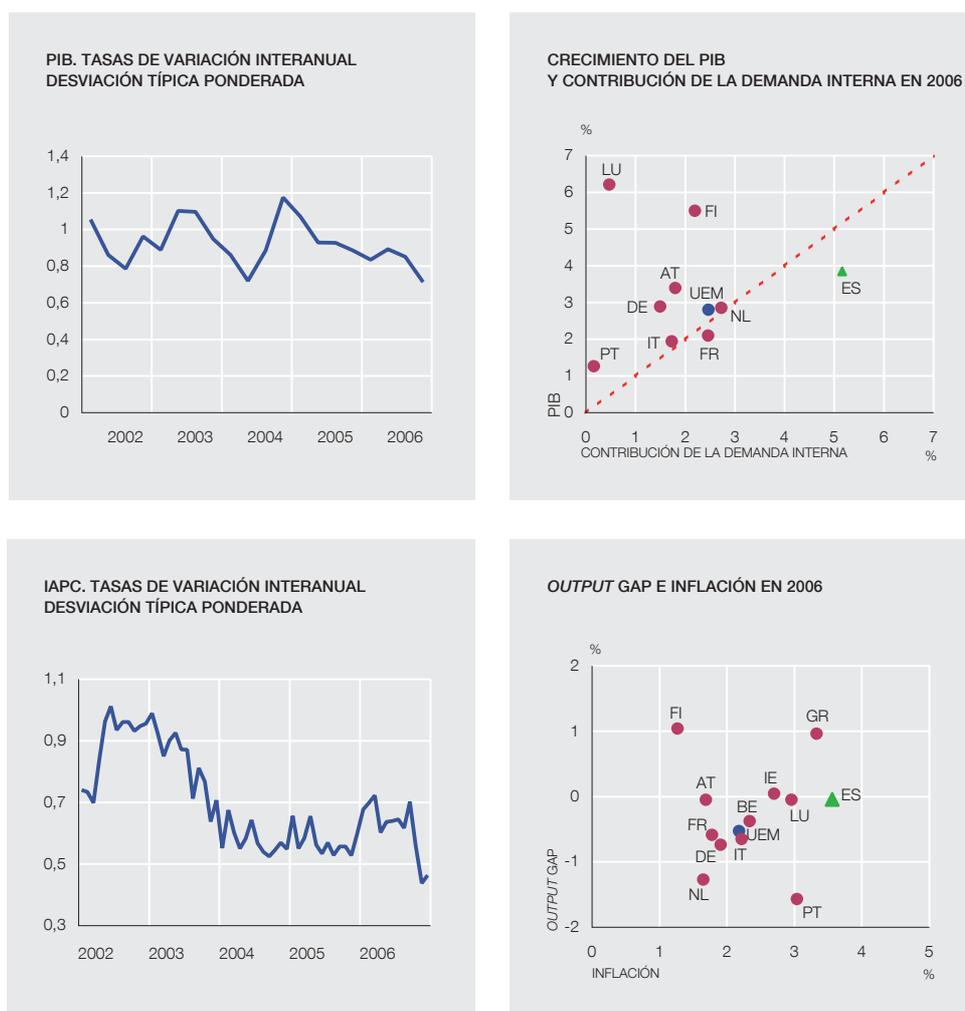
a. Tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario.

b. Saldo de respuestas. Series normalizadas

se deriva del bajo coste de la deuda empresarial, en parte explicado por los estrechos diferenciales de los bonos corporativos y los niveles moderados —aunque crecientes— de los tipos de interés de los préstamos bancarios. Además, el aumento de la renta disponible de las familias y las favorables condiciones financieras impulsaron la demanda de inversión privada residencial, en tanto que, en varios países del área, se produjo una aceleración del gasto en inversión pública.

Asimismo, el sector exterior impulsó el producto del área.

La demanda exterior también contribuyó al dinamismo de la actividad económica. Tras haber restado en el año anterior 0,3 pp al crecimiento del PIB, en 2006 realizó una aportación positiva de la misma magnitud. A pesar de la gradual apreciación que registró el tipo de cambio efectivo real del euro a lo largo del año, las ventas al exterior se incrementaron a tasas muy superiores a las de 2005, impulsadas por el vigor del comercio mundial, mientras que la aceleración de las importaciones, propiciada en gran parte por la recuperación de la demanda final, fue mucho menor. No obstante, se produjo un deterioro de la cuota de exportación de los productos del área en otros mercados y una mayor penetración de las importaciones.



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Banco de España.

La expansión de la actividad fue el reflejo de la aceleración del PIB en la mayor parte de sus países.

La aceleración del producto de la UEM se hizo extensiva a todos sus países integrantes (excepto Grecia), en tanto que disminuyeron las divergencias entre las tasas de crecimiento (véase gráfico 4.2). Destaca, en particular, la recuperación de la economía alemana, que es objeto de análisis detallado en el recuadro 4.1. En cuanto a la composición del crecimiento, el aumento de la contribución del sector exterior, gracias a la mejora de las exportaciones, constituye un rasgo compartido por casi todos los países. Sin embargo, el incremento de la aportación de la demanda interna, excluidas las existencias, observada en el conjunto del área no fue una característica tan extendida, si bien sí se produjo en sus tres economías de mayor tamaño.

El mercado de trabajo registró una notable recuperación y la productividad se aceleró.

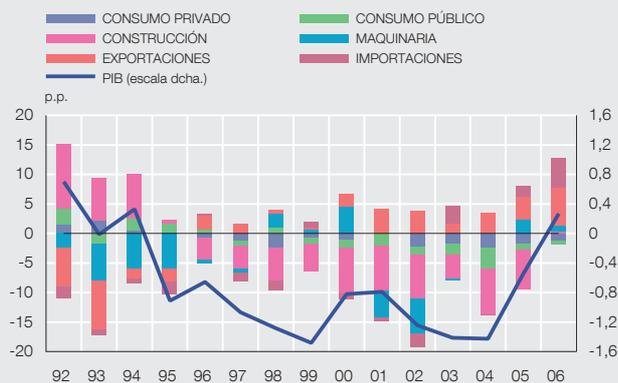
En 2006, las condiciones en el mercado de trabajo de la UEM experimentaron una notable mejora. Así, el empleo se incrementó, en media anual, un 1,4% (frente al 0,8% de 2005), mostrando un perfil de aceleración a lo largo del año. Este crecimiento fue, además, superior a lo que justificaría la evolución de sus determinantes fundamentales —principalmente, la actividad y los salarios reales—. Asimismo, el comportamiento favorable de la ocupación se observó de forma generalizada en todos los sectores (véase gráfico 4.3). Por otra parte, la tasa de paro se redujo en ocho décimas con respecto a la media de 2005. De acuerdo con algunas estimaciones, una parte sustancial de esta caída del desempleo obedeció a una disminución de su componente estructural, es decir, de la tasa de paro coherente con el mantenimiento de la tasa de inflación (NAIRU). Todos estos desarrollos podrían ser indicio de que las

En 2006 Alemania alcanzó una tasa de crecimiento del PIB del 3%, tres décimas más que la del resto de la UEM. Ello puso fin a una década en la que el producto alemán había registrado incrementos anuales inferiores a los del resto del área (en media anual, la diferencia entre la tasa de variación del PIB alemán y la media de la UEM sin Alemania fue de -1,1 pp), como consecuencia, sobre todo, de la prolongada atonía de la demanda interna. La recuperación del dinamismo de la economía alemana supone un considerable fortalecimiento de las perspectivas en el resto de la UEM, como consecuen-

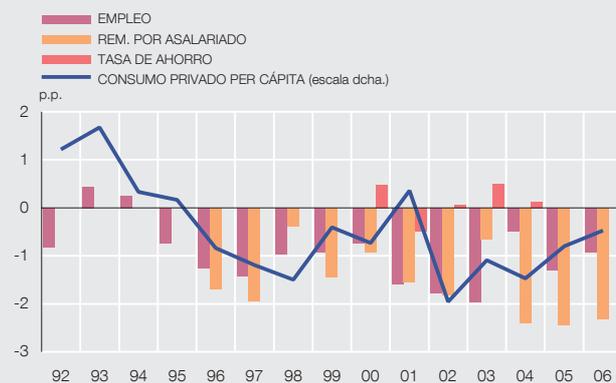
cia, entre otros factores, de las intensas relaciones comerciales en el seno de la zona del euro.

Los resultados económicos del decenio 1995-2005 reflejaron, en gran parte, el resultado de la necesaria corrección de algunos desequilibrios generados tras el proceso de reunificación, como fueron el fuerte deterioro de la posición competitiva de la economía —debido al aumento de los precios y costes— o el crecimiento del endeudamiento de los distintos sectores. A la dilatada duración

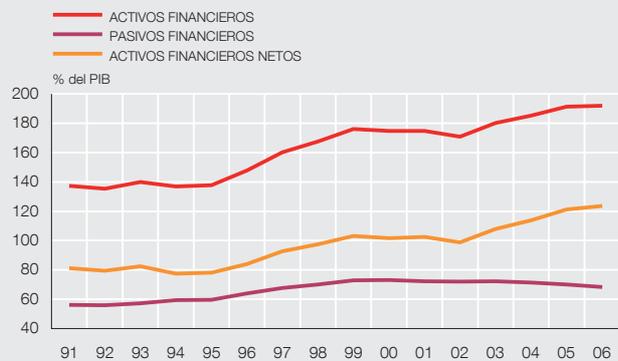
1 PIB Y SUS COMPONENTES (a)



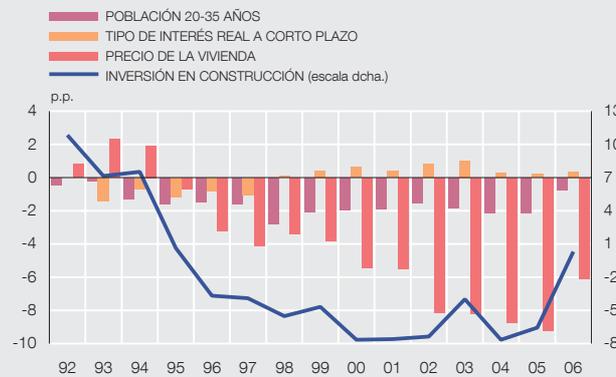
2 CONSUMO PRIVADO PER CÁPITA Y SUS DETERMINANTES (a)



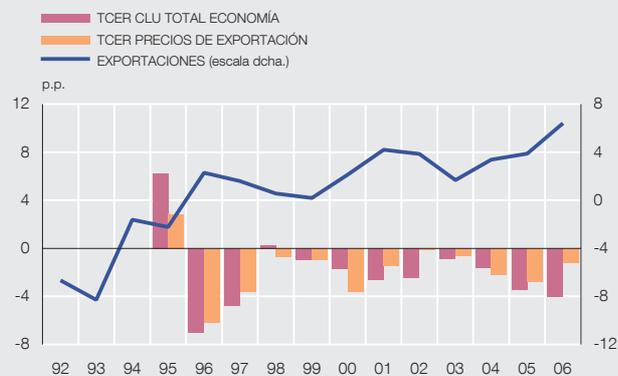
3 POSICIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES



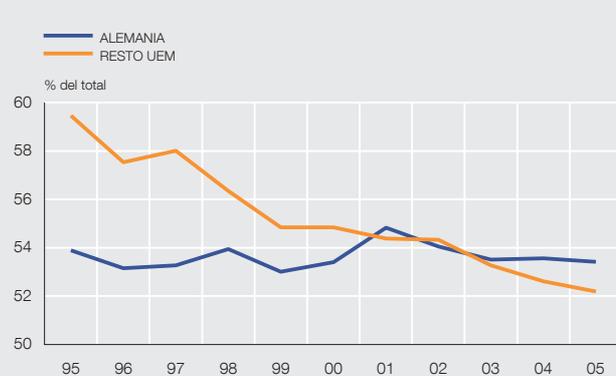
4 INVERSIÓN EN CONSTRUCCIÓN Y SUS DETERMINANTES (a)



5 EXPORTACIONES Y SUS DETERMINANTES (a)



6 IMPORTACIONES DE BIENES INTERMEDIOS



FUENTES: BCE y Comisión Europea.

a. Diferencia entre la variación anual de cada variable en Alemania y en el agregado compuesto por el resto de los países de la UEM.

del ajuste contribuyó decisivamente la presencia de rigideces en los mercados de productos y de trabajo. Como se observa en el gráfico 1, los componentes menos dinámicos del PIB, en comparación con la UEM, fueron los correspondientes a la demanda interna —en especial, el consumo privado y la inversión en construcción—. En sentido contrario, las exportaciones mostraron una expansión más intensa y las importaciones crecieron en línea con las del resto del área.

Por lo que se refiere al consumo privado, alrededor de la tercera parte de su diferencial de crecimiento respecto a la UEM desde mediados de los noventa podría ser atribuido al aumento más moderado de la población, mientras que el resto sería achacable a la diferente evolución del consumo per cápita. En concreto, el escaso dinamismo del empleo y de los salarios redundó en una menor expansión de la renta disponible de los hogares. A ello hay que añadir un comportamiento más precavido de las familias alemanas, cuya tasa de ahorro se incrementó, entre 1999 y 2004, casi un punto porcentual, mientras que la del resto del área apenas varió. De hecho, los hogares redujeron en los últimos años el peso de su deuda en el PIB, tras el aumento registrado después de la unificación, a la vez que incrementaron notablemente sus activos financieros, de modo que su posición financiera neta registró un fuerte impulso (véase gráfico 3). Ese comportamiento se encuentra probablemente relacionado con la incertidumbre sobre la sostenibilidad de los sistemas de prestaciones sociales y la capacidad de la economía para generar empleo.

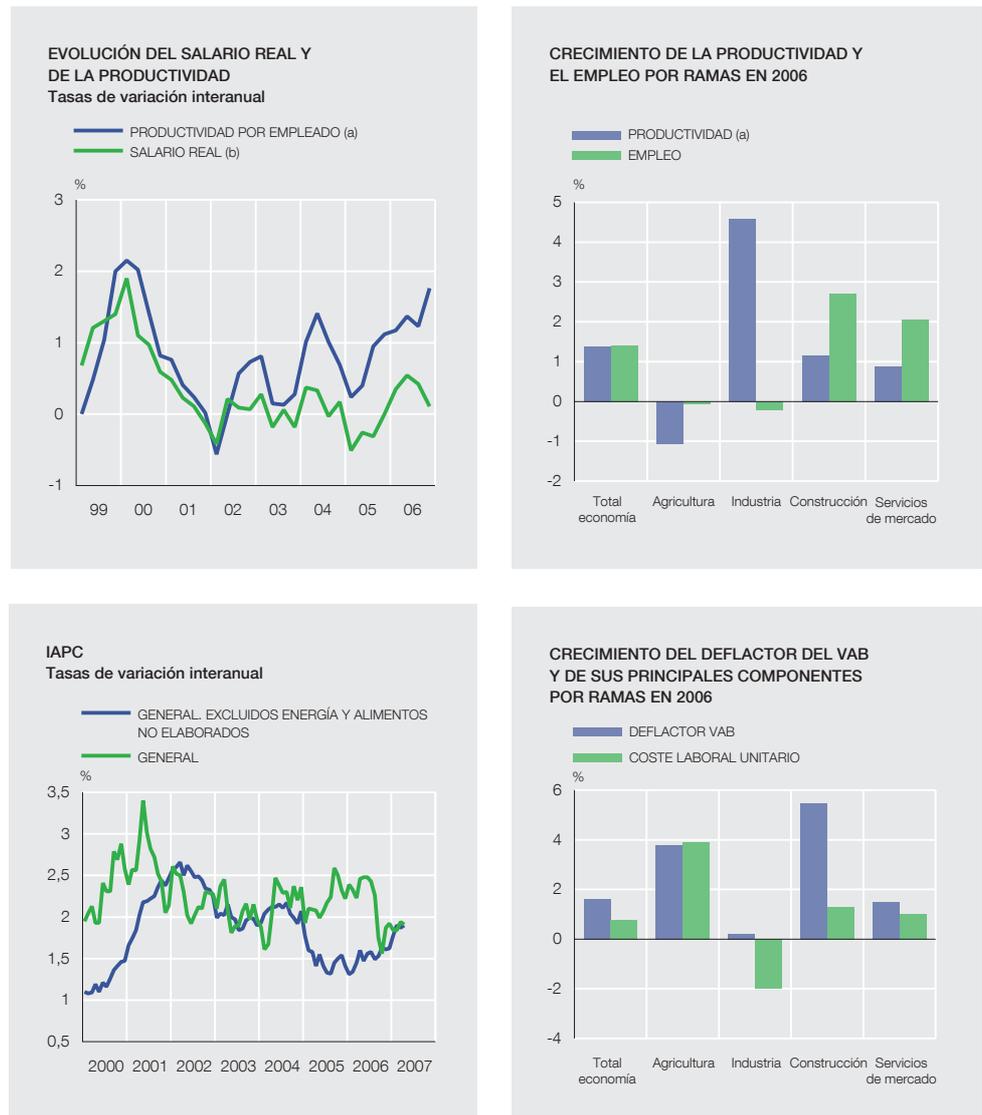
La inversión en construcción —tanto residencial como no residencial—, como se observa en el gráfico 1, había vivido una etapa de auge a comienzos de la década de los noventa, ligada a la reunificación. Después mostró una persistente caída, que hizo retroceder su peso en el PIB desde el 14,3% en 1994 hasta el 9,3% en 2005. Entre los factores que coadyuvaron a este retroceso —especialmente en el caso de la inversión en vivienda— se encuentran el descenso de la población en edad de formar hogar, el nivel comparativamente más elevado de los tipos de interés reales —dado que desde 1994 la inflación alemana ha sido marcadamente inferior a la del resto de la UEM—, así como el descenso del precio de la vivienda (véase gráfico 4). Por su parte, el diferencial negativo de crecimiento de la inversión en equipo fue mucho más reducido que el de la construcción, ya que la evolución de algunas de sus variables determinantes —como la demanda final y la utilización de la capacidad productiva— no mostró un comportamiento tan divergente con el resto de la UEM, debido, sobre todo, al fuerte aumento de las ventas al exterior.

Así, las exportaciones se convirtieron en el motor fundamental de la economía alemana, impulsadas por las progresivas ganancias de competitividad obtenidas, tanto en términos de costes laborales unitarios como de precios de exportación (véase gráfico 5). La mejora de la competitividad se sustentó en las ganancias de pro-

ductividad (asociadas a procesos de ajuste del empleo) y en la moderación salarial. Al buen comportamiento de las ventas al exterior contribuyeron también otros factores, como la mayor concentración de las exportaciones alemanas en los países en desarrollo, cuyos mercados son más dinámicos; la especialización en la exportación de bienes de capital, menos sometidos a la competencia de las economías emergentes y más demandados por estas; o el mayor recurso a la deslocalización de la actividad, trasladando parte de la producción de bienes intermedios empleados en la elaboración de los productos exportados a países con un menor nivel de costes, en particular a los nuevos países miembros de la UE. Este último fenómeno se habría reflejado, como se observa en el gráfico 6, en el mantenimiento del peso relativo de las importaciones de bienes intermedios, que en el resto de la UEM han perdido relevancia de forma significativa.

Desde que en 2003 se alcanzara el mínimo cíclico, se ha ido observando una mejora progresiva y escalonada de los distintos componentes del producto, que ha desembocado en los buenos resultados agregados de 2006. Así, a partir de 2004, las exportaciones intensificaron su dinamismo, impulsado por la recuperación del comercio mundial. El tirón exportador causó, por su parte, una mayor expansión de la demanda final, un uso más intenso de la capacidad instalada y una recuperación de los beneficios —a la que también contribuyó la contención de los costes, que ha permitido aumentar notablemente los márgenes— y de la confianza empresarial; todos estos factores propiciaron una aceleración de la inversión en equipo. Finalmente, en 2006, se sumaron a esa tendencia favorable la inversión en construcción, así como, de forma más modesta, el consumo privado, que se habría beneficiado de las mejoras observadas en el empleo y en la confianza de los hogares, estimuladas, probablemente, por las distintas reformas aplicadas. Estas reformas han incorporado medidas destinadas a favorecer un mayor uso del factor trabajo y una disminución del desempleo, especialmente del de larga duración. Así, se ha aprobado la introducción de un tratamiento fiscal favorable para los empleos de jornada laboral reducida, la desregulación de las modalidades contractuales, la relajación de la legislación de despido y la introducción de un nuevo esquema de prestaciones por desempleo para los parados de larga duración. Además, se han introducido medidas encaminadas a garantizar la sostenibilidad de los sistemas de previsión social, como el recientemente aprobado retraso progresivo de la edad de jubilación hasta los 67 años.

Las perspectivas para la economía alemana resultan favorables y cabe esperar que, en los próximos años, su crecimiento permanezca en línea con el del resto de la UEM. En particular, parece probable que el consumo privado termine por recuperarse, habida cuenta de las ganancias de empleo y la desahogada situación financiera de las familias. Al tiempo, es previsible una normalización de las tasas de variación de la inversión en construcción, tras el prolongado proceso de ajuste vivido hasta el momento.



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.

reformas laborales emprendidas en muchos países del área han comenzado a dar sus frutos. A pesar del mayor ritmo de avance del empleo, el fuerte crecimiento de la actividad del área dio lugar a una notable aceleración de la productividad, como consecuencia, fundamentalmente, de factores de naturaleza cíclica.

Las perspectivas para 2007 son favorables, aunque persisten algunos riesgos externos.

Tras el elevado dinamismo mostrado en 2006, las perspectivas para el presente ejercicio apuntan a que la actividad del área se expandirá a un ritmo algo más moderado, aunque previsiblemente por encima del crecimiento potencial. La consolidación de la mejora de los mercados de trabajo europeos, las favorables condiciones financieras y los altos beneficios empresariales sientan las bases para la continuación de la expansión de la demanda interna, en tanto que parece probable que los posibles efectos negativos de la subida del IVA en Alemania sobre la economía de este país se agoten en la primera mitad del año. Al mismo tiempo, las ventas al exterior se beneficiarán de la fortaleza del comercio mundial. Sin embargo,

en el medio plazo persisten algunos riesgos a la baja para el crecimiento relacionados con la posibilidad de nuevos episodios de aumento de los precios energéticos, de una corrección desordenada de los desequilibrios globales, de una desaceleración más intensa de lo esperado en Estados Unidos y de un repunte del proteccionismo a nivel mundial.

## 1.2 PRECIOS Y COSTES

La inflación media se situó por encima del 2%, pero descendió al final del año...

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de la UEM registró en 2006 un crecimiento medio del 2,2%, idéntico al experimentado en el ejercicio anterior. No obstante, el comportamiento de la inflación mostró dos fases claramente diferenciadas a lo largo del año (véase gráfico 4.3). Así, mientras que hasta el mes de agosto se mantuvo en niveles significativamente superiores a la referencia utilizada en la definición del objetivo de estabilidad de precios, en el último cuatrimestre del año la inflación de la UEM descendió por debajo del 2%, debido tanto a los efectos base derivados de la evolución del componente energético un año antes como a los menores precios del petróleo registrados en los últimos meses de 2006.

mientras que la inflación subyacente mostró un perfil suavemente creciente.

Por el contrario, aunque la inflación subyacente —medida por el IPSEBENE— se mantuvo también constante en media anual con respecto a 2005 (en el 1,5%), mostró una tendencia suavemente ascendente a lo largo del año. Entre los componentes menos volátiles del IAPC, los precios de los bienes industriales no energéticos exhibieron una continuada aceleración, lo que pudo ser reflejo de la aparición de algunos efectos indirectos de los aumentos pasados del precio del petróleo y de otras materias primas.

Por países, la evolución de la tasa de crecimiento del IAPC en 2006 fue muy heterogénea: no varió en Francia e Italia, se redujo en Alemania, Bélgica, Austria, Grecia y Luxemburgo y se incrementó en los restantes países. Como resultado, la dispersión de las tasas medias de inflación dentro del área se elevó con respecto al nivel mantenido en los dos años anteriores, lo que obedeció, fundamentalmente, a la heterogeneidad de la evolución del componente de servicios de las tasas de inflación subyacente (véase gráfico 4.2).

Los costes interiores no ejercieron presiones adicionales sobre los precios...

La tasa de crecimiento del deflactor de la demanda final aumentó ligeramente, hasta el 2,4%, debido a una mayor contribución del componente exterior, compensada parcialmente por la reducción de la aportación del componente interior. Esta, a su vez, fue consecuencia de la desaceleración de los costes laborales unitarios (CLU) y los impuestos indirectos netos, que permitió contrarrestar el mayor ritmo de avance del excedente bruto. La moderación del crecimiento de los CLU obedeció, a diferencia de lo ocurrido el año precedente, a la notable aceleración de la productividad del trabajo —gracias al elevado dinamismo de la actividad—, puesto que la tasa de aumento de la remuneración por asalariado se incrementó en seis décimas, en un contexto de notable recuperación del mercado de trabajo. No obstante, se observaron importantes diferencias por países en el comportamiento de los CLU. Así, en algunas economías (en particular, en España, Italia y Francia) esta variable avanzó a ritmos notablemente superiores a la media de la UEM.

y la contención de los costes laborales permitió la expansión de los márgenes empresariales.

En todo caso, en términos reales, la remuneración por asalariado aumentó nuevamente en 2006 a un menor ritmo que la productividad, gracias a la contención que siguió ejerciendo la holgura todavía existente en el mercado de trabajo —en la medida en que la brecha entre la tasa de paro y la NAIRU se mantuvo abierta— y a la persistencia de otros factores que han podido contribuir a la moderación salarial en los últimos años, relacionados con el proceso de globalización y con el uso creciente de tecnologías intensivas en capital. Esto supuso una caída adicional de la participación de las rentas salariales en el valor añadido de la economía, que se observó en todos los países del área, con la excepción de Italia, y fue especialmente intensa en los casos de Alemania, Holanda y Finlandia. La expansión de los márgenes empresariales fue generalizada en los principales sectores de la economía

(gráfico 4.3). Destaca especialmente la aceleración que registraron en el sector de la construcción, mientras que mantuvieron su ritmo de avance en la industria y lo redujeron en los servicios de mercado.

Las perspectivas apuntan a una reducción de la inflación en 2007, pero existen riesgos al alza.

Las perspectivas de inflación para 2007 —de acuerdo con las distintas previsiones disponibles— apuntan a que podría situarse en torno al 2% en media del año. La relajación de las presiones inflacionistas procedentes del componente energético compensaría el impacto al alza de la prolongación prevista de la fase expansiva de la economía y del mayor aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados. Los riesgos a estas previsiones, no obstante, se perfilan al alza, debido, por un lado, a los potenciales repuntes en el precio del crudo y, por otro, a un incremento de los salarios mayor de lo esperado, dado el elevado crecimiento económico y la significativa mejora del mercado de trabajo.

## 2 Las políticas económicas

### 2.1 LA POLÍTICA FISCAL

El ciclo motivó un descenso del déficit público observado del área...

En 2006, el déficit público agregado del área registró un notable descenso, hasta situarse en el 1,6% del PIB, nueve décimas menos que en 2005 y 1,4 pp por debajo del observado en 2003, año en el que el saldo negativo de las Administraciones Públicas de la zona del euro alcanzó su valor más elevado desde el inicio de la UEM (véase gráfico 4.4). La mejora del saldo primario fue de magnitud análoga, puesto que los pagos por intereses no variaron como porcentaje del PIB.

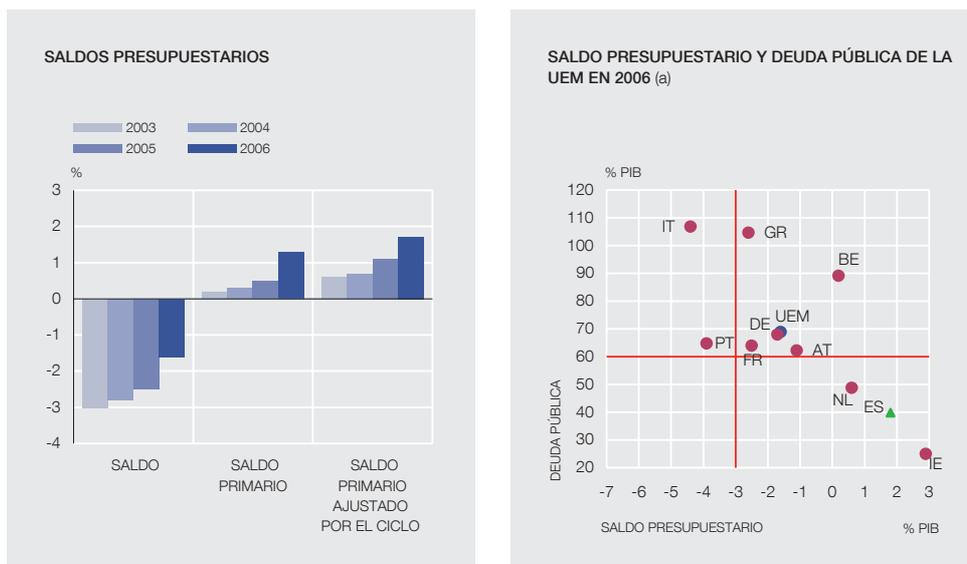
pero la mejora estructural fue insuficiente...

De acuerdo con los cálculos de la Comisión Europea, los componentes cíclico y ajustado del ciclo económico contribuyeron en 3 y 6 décimas, respectivamente, a la disminución del déficit observada en el pasado ejercicio. Por su parte, el saldo estructural (esto es, el ajustado de ciclo, excluyendo las medidas temporales) mejoró en 0,9 pp, hasta situarse en el -1,1% del PIB. No obstante, es preciso considerar esta descomposición de la reducción del déficit en 2006 con las debidas cautelas, dadas las dificultades para estimar de modo preciso los efectos del ciclo económico sobre los saldos presupuestarios. En particular, estos cálculos tienden a sobrevalorar la fortaleza de la posición subyacente de las finanzas públicas en las etapas de repunte de la actividad económica. Ello se debe, en parte, a la utilización del supuesto de que la elasticidad de los ingresos fiscales frente al PIB nominal es aproximadamente igual a la unidad, cuando en numerosos países el crecimiento de la recaudación impositiva en 2006 superó holgadamente al del producto. Este aspecto está relacionado con la evolución favorable de algunos determinantes de las bases impositivas, tales como los beneficios empresariales, los precios de la vivienda y las cotizaciones bursátiles.

aunque permitió avances en la corrección de los déficits excesivos.

Por países, la corrección de los saldos presupuestarios fue generalizada. Tan solo Italia registró un empeoramiento —de 2 décimas, hasta un déficit del 4,4% del PIB—, si bien ello se explica por determinados factores excepcionales que suponen 1,3 pp del saldo deficitario registrado.

Entre los restantes países en situación de déficit excesivo, Alemania, Grecia y Portugal registraron mejoras muy sustanciales de sus saldos, tras las cuales el déficit descendió por debajo de la cota del 3% en los dos primeros países, mientras que se mantuvo muy por encima de ella en el tercero. Finalmente, aunque en Francia el ajuste fue más modesto, en enero de 2007, el Consejo ECOFIN consideró que la situación de déficit excesivo se había corregido, por lo que decidió derogar el correspondiente Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE). Tal decisión se basó en el hecho de que el déficit se situara, por segundo año consecutivo, por debajo del umbral del 3% del PIB, a pesar de que tanto en 2005 como en 2006 esos resultados se apoyaron en el recurso a medidas temporales. En los meses de febrero, junio y julio de 2006, la Comisión presentó al Consejo ECOFIN sendas comunicaciones relativas a los PDE abiertos a Italia, Portugal y Alemania. En los textos respectivos, la Comisión consideró que, a



FUENTE: Comisión Europea.

a. Datos provisionales.

la luz de las medidas emprendidas por las autoridades, los tres países estaban bien encaminados hacia la corrección de los déficits excesivos en las fechas recomendadas por el Consejo (2007 en los casos italiano y alemán, y 2008 en el portugués) y que, en consecuencia, no era preciso el paso a las siguientes etapas del Procedimiento.

La corrección adicional prevista en los nuevos programas de estabilidad es muy limitada.

De acuerdo con los programas de estabilidad presentados en el otoño del pasado año, el déficit agregado del conjunto del área descendería hasta el 1,4% del PIB en 2007. De cumplirse los objetivos nacionales, solamente Portugal continuaría mostrando un déficit superior al 3% del PIB en 2007. Los resultados presupuestarios de 2006, junto con la información de los Programas, permiten hacer un balance de la aplicación de la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), dos años después de su adopción. Por un lado, la parte del Pacto orientada a lograr que los Estados miembros sometidos a un PDE reduzcan con rapidez sus desequilibrios parece haber funcionado adecuadamente, en la medida en que estos países han aplicado, en general, estrategias de corrección. Por otro lado, el éxito ha sido menor a la hora de conseguir que los países que no se encuentran en situación de déficit excesivo, pero que tampoco han alcanzado posiciones cercanas al equilibrio presupuestario, se aproximen hacia ellas con prontitud, pues los correspondientes programas no cumplen, en general, con la prescripción del PEC de disminuir los déficits estructurales al menos en un 0,5% anual del PIB.

Se necesitan avances más decididos.

La mejora de los resultados presupuestarios observada en 2006 no debe conducir a la complacencia, pues la capacidad de los países europeos para afrontar perturbaciones adversas a través del funcionamiento de los estabilizadores automáticos depende del margen de maniobra generado en las etapas favorables. La aparición de déficits excesivos en varios países del área durante el período reciente de bajo crecimiento económico tiene su origen en las políticas aplicadas al inicio de la UEM, cuando, en un contexto cíclico propicio, se interpretó que la posición presupuestaria subyacente era lo suficientemente sólida como para relajar el tono de la política fiscal. La necesidad de evitar la repetición de este error de política económica exige que se aproveche la actual coyuntura para corregir los déficits de forma más decidida, como ilustra la adopción de una perspectiva temporal más dilatada. Así, aunque en el pasado ejer-

cicio el déficit fue solamente tres décimas superior al 1,3% observado en 1999 —el primer año de la Unión Monetaria—, el superávit primario fue 1,3 pp inferior, lo que indica que, en este período, no se ha hecho uso del menor gasto por intereses para mejorar la situación de las finanzas públicas. Además, la consecución de posiciones presupuestarias saneadas constituye uno de los ingredientes necesarios para hacer frente a los retos planteados por el envejecimiento de la población, cuyo impacto sobre las cuentas públicas puede llegar a ser muy pronunciado si no se toman las medidas precisas.

La revisión de la calidad del presupuesto es una prioridad creciente.

Finalmente, el debate acerca del nivel y la composición de los ingresos y gastos públicos ha cobrado un mayor peso en las discusiones de política económica. En particular, en la vertiente del gasto cabe identificar dos líneas de actuación: su reorientación hacia capítulos que favorezcan el crecimiento de la productividad de la economía (como la educación o las actividades de I+D) y el aumento de la eficiencia del gasto realizado en cada capítulo considerado individualmente, de forma que se alcancen los mismos objetivos con un volumen de recursos inferior.

## 2.2 LAS POLÍTICAS ESTRUCTURALES

Las reformas introducidas parecen haber comenzado a dar algunos frutos...

En los últimos años, los países de la UEM han introducido, aunque con intensidad muy distinta, según los casos, reformas tendentes a favorecer un mayor grado de utilización del factor trabajo y a fomentar el crecimiento de la productividad. Ambas variables mejoraron su comportamiento en 2006, lo que se debió, fundamentalmente, a razones cíclicas, aunque es posible que las acciones emprendidas expliquen también una parte de esta evolución. En particular, los buenos resultados registrados por la economía alemana parecen indicar que las reformas emprendidas han podido favorecer, en alguna medida, la recuperación económica.

pero queda mucho camino por recorrer.

En todo caso, la bonanza cíclica no debe llevar a concluir que las reformas se han hecho menos acuciantes. En primer lugar, el margen para la mejora del empleo y la productividad continúa siendo elevado. Además, al aumentar la tasa de crecimiento potencial de la economía, las reformas estructurales contribuyen a asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Finalmente, para los países de la UEM, la flexibilidad de sus economías reviste una especial importancia, pues ayuda a acrecentar su capacidad de ajuste ante perturbaciones, al facilitar la reasignación de recursos entre empresas y sectores.

El proceso ha discurrido dentro del marco institucional trazado por el Consejo Europeo.

El impulso otorgado al proceso de reformas por el Consejo Europeo de marzo de 2005 estableció una división de roles entre los niveles comunitario y nacional, requiriendo, en particular, que, en el curso de aquel año, la Comisión y los Estados miembros presentaran, respectivamente, el Programa Comunitario de Lisboa (PCL) y los programas nacionales de reformas (PNR). En estos documentos se identifican, cada uno dentro de su ámbito de actuación, unos objetivos concretos y las políticas que deben permitir cumplirlos. Un año más tarde, en el otoño de 2006, tanto la Comisión como las distintas autoridades nacionales dieron a conocer sus primeros Informes de Progreso, en los que describen los avances realizados en la aplicación de sus respectivas estrategias de reforma. Sobre la base de estos informes, la Comisión presentó en diciembre de 2006 su valoración global del estado del proceso, juzgando, en particular, de forma favorable los avances en el desarrollo de los PNR, aunque reconociendo, al mismo tiempo, que estos han sido desiguales por países y por áreas de política económica.

Para fomentar el empleo, los países están reformando sus sistemas impositivos y de prestaciones sociales...

Entre las medidas orientadas a permitir una mayor utilización del factor trabajo, los informes de progreso nacionales han hecho especial hincapié en las reformas introducidas en los sistemas impositivos y de prestaciones sociales, al objeto de acrecentar la participación. En algunas ocasiones, como en los casos de Alemania y Finlandia, las rebajas de las cotizaciones sociales y de los impuestos sobre las rentas laborales se han dirigido al conjunto de los traba-

ADORES. En otros casos (como en Austria, Bélgica, Irlanda, Francia e Italia), las medidas afectan a determinados colectivos, tales como los parados de larga duración y los trabajadores menos cualificados y con empleos de menor remuneración, los jóvenes y los de edad más avanzada.

Las reformas en los sistemas de prestaciones por desempleo y otras prestaciones sociales se han orientado al establecimiento de condiciones más estrictas de acceso a las mismas, a la reducción de la duración del período máximo de percepción y a la concesión de incentivos económicos a la aceptación de un nuevo puesto de trabajo. Entre los países que han introducido medidas en este sentido en 2006 se encuentran Holanda, Bélgica, Alemania, Finlandia y Portugal. En numerosos Estados miembros, la modificación de los rasgos del diseño de los sistemas de prestaciones sociales que desincentivan el empleo de los trabajadores de mayor edad ha constituido una prioridad. En concreto, en varios países se han tomado medidas para el retraso de la edad efectiva de jubilación, ya sea a través de la reducción de los incentivos financieros a la jubilación anticipada o del aumento del período de cotización que da acceso a la misma. Además, en algunos casos, se ha restringido la utilización de las prestaciones por desempleo o incapacidad laboral como vía alternativa al abandono prematuro del mercado de trabajo. Finalmente, en el caso alemán, se ha aprobado una elevación gradual de la edad legal de jubilación hasta alcanzar los 67 años en 2012.

y, en menor medida, otros aspectos institucionales de los mercados de trabajo.

En general, los informes de progreso prestan una menor atención a la reforma de otras características institucionales de los mercados laborales que pueden estar restringiendo la creación de puestos de trabajo, tales como la legislación de protección en el empleo, el elevado nivel de los salarios mínimos (en particular, para determinados colectivos de trabajadores) o los aspectos de la negociación colectiva, que provocan que los acuerdos salariales sean excesivos en algunas regiones o empresas; por ejemplo, a través de la práctica de la extensión de los convenios a trabajadores distintos de los que suscribieron inicialmente el acuerdo.

Se han dado algunos pasos en la flexibilización de los mercados de productos y en las políticas de I+D.

Por su parte, las políticas requeridas para estimular la productividad del trabajo se orientan a reducir el grado de regulación de los mercados de productos, alentar el gasto en investigación y desarrollo y fomentar la inversión en capital humano. Por lo que respecta al primero de estos ámbitos, numerosos países han introducido medidas para alentar la competencia en el comercio minorista, han modificado la regulación que restringe la concurrencia en algunas profesiones y han simplificado la carga administrativa de las empresas (en particular, aligerando el procedimiento para la creación de nuevas compañías mediante la constitución de ventanillas únicas).

Con respecto a las políticas de I+D, las acciones puestas en práctica se han orientado, sobre todo, a la utilización del gasto público como palanca para impulsar el gasto privado, mediante la concesión de incentivos fiscales y ayudas directas o la promoción de iniciativas conjuntas de cooperación entre agentes públicos y privados. Además, en varios países se han creado agencias independientes de evaluación de la calidad de las instituciones investigadoras públicas y se han acometido reformas de estas últimas tendentes a condicionar en mayor grado la financiación concedida a la calidad de los proyectos presentados. Por último, en cuanto a la acumulación de capital humano a través del sistema educativo, la atención se ha centrado en aspectos tales como la formación continua y el aumento de la flexibilidad de los recorridos educativos.

En el ámbito comunitario, los avances son significativos...

Junto con la dimensión nacional, las actuaciones contenidas en la Agenda de Lisboa incluyen intervenciones a nivel comunitario en aquellos ámbitos en los que, o bien los beneficios de las acciones centralizadas exceden a los de las tomadas a nivel nacional o bien la distribución de

costes y beneficios entre los distintos países no es uniforme, lo que dificultaría que las medidas fueran adoptadas por parte de los Estados miembros individualmente. Estas acciones, que se encauzan básicamente a través del PCL, incluyen ámbitos tales como el mercado único, la política de competencia y la política comercial, abarcando el diseño de las prioridades estratégicas, donde la iniciativa corresponde a la Comisión Europea, y de la regulación pertinente y los instrumentos de financiación necesarios, ámbitos en los que, en la mayoría de los casos, la responsabilidad compete no solo a la propia Comisión, agente impulsor de las propuestas, sino también al Consejo y al Parlamento Europeo, que son los que deben adoptar los correspondientes actos legislativos.

destacando la aprobación de la Directiva de servicios.

Entre los procesos legislativos cuya aprobación culminó en 2006 cabe destacar la Directiva de servicios. El grado de competencia en este sector es comparativamente inferior al que se registra en el caso de las manufacturas, lo que se debe, en parte, al menor grado de comerciabilidad transfronteriza de los servicios. No obstante, también responde a la existencia de obstáculos administrativos y legales que impiden que una empresa del sector desarrolle su actividad en un país distinto del de origen. La Directiva tiene por objeto favorecer la competencia transfronteriza a través de la eliminación de esas barreras. No obstante, el texto finalmente aprobado excluye la posibilidad de que la prestación de servicios pueda producirse sin un establecimiento previo en el país de destino. Además, el documento incluye, junto con un catálogo de sectores a los que las disposiciones no son aplicables, la posibilidad de que los Estados miembros definan un conjunto de servicios de interés general que quedarían también fuera del ámbito de aplicación de la Directiva. Tras la aprobación, resulta deseable que, dado el potencial de aumento de productividad que ofrece este sector, la transposición de la directiva a la legislación nacional, que debe tener lugar antes de diciembre de 2009, se produzca a la mayor brevedad posible.

Es necesario un nuevo impulso a la desregulación de los mercados energéticos...

En el terreno de las industrias de red, la relevancia de la desregulación viene dada no solo por el peso individual del sector, sino, además, por su importancia para la competitividad del resto de la economía. En general, los avances han sido limitados en los mercados de gas y electricidad, que, en una mayoría de países, siguen aquejados de un grado de competencia insuficiente que se manifiesta en elevados niveles de concentración e integración vertical y sistemas de precios regulados que mantienen el poder de mercado de los operadores dominantes. El Consejo Europeo aprobó en marzo de 2007 un plan de acción que reafirma la voluntad de constituir un verdadero mercado único energético europeo, proporcionando un impulso adicional a la interconexión de los mercados nacionales.

y a la integración de los mercados financieros.

La integración de los mercados financieros europeos ha continuado progresando merced al desarrollo de la estrategia diseñada en el Plan de Acción de los Servicios Financieros. No obstante, los avances son aún limitados en algunas áreas, entre las que se encuentran los mercados minoristas —incluyendo la persistencia de trabas a las operaciones transfronterizas— y algunos elementos de la infraestructura de los mercados, tales como los sistemas de pagos, compensación y liquidación. Las iniciativas en este último ámbito se desarrollan en el recuadro 4.2.

En otras áreas comunitarias, los avances han sido desiguales.

En cuanto a las políticas de impulso a la innovación, en 2006 culminó la aprobación del Séptimo Programa Marco para la Investigación y el Desarrollo Tecnológico, que constituye el instrumento básico para financiar esas actividades en el período 2007-2013, y se fundó el Instituto Europeo de Tecnología. Sin embargo, la creación de la patente comunitaria, que tiene por objeto facilitar y abaratar la protección de nuevas invenciones, continúa bloqueada. Además, la Comisión ha adoptado iniciativas en el terreno de la reducción de los costes administrativos y la simplificación del entorno regulatorio y ha anunciado que presentará una iniciativa legislativa hacia el final de 2008 para la elaboración de una base común del impuesto de sociedades. Por otro lado, en 2006 no se realizaron progresos en áreas importantes

A pesar de los avances de los últimos años en el proceso de integración financiera en Europa, todavía persiste cierta fragmentación en algunos segmentos de los mercados financieros, especialmente en lo que se refiere al ámbito de los sistemas de pagos y de compensación y liquidación de valores<sup>1</sup>. Con el fin de eliminar las barreras a las transacciones transnacionales que persisten en estas áreas, se han desarrollado recientemente en el ámbito de la UE varias iniciativas, cuyos hitos más relevantes se resumen a continuación.

La iniciativa SEPA, promovida por la comunidad bancaria con el apoyo de las autoridades europeas, pretende establecer una zona única de pagos minoristas en Europa, para lo cual modificará el funcionamiento de tres instrumentos concretos: transferencias, domiciliaciones y tarjetas. Así, en 2008 se podrá comenzar a realizar transferencias y domiciliaciones que cumplan los nuevos estándares (y que, por tanto, estarán sujetas a un mismo patrón, independientemente de su carácter nacional o transfronterizo) y en 2010 deberá haberse completado la interconexión de los sistemas de pagos minoristas nacionales, de tal manera que se puedan realizar de la misma forma las operaciones nacionales o transnacionales. Cualquier entidad europea podrá acceder a las infraestructuras de procesos de pagos existentes en el área. Respecto a las tarjetas, la SEPA plantea la extensión del ámbito de utilización: las marcas de tarjetas que ahora son solo domésticas tendrían que poder utilizarse en toda la zona única de pagos, con independencia del país de la UE en el que hubieran sido emitidas, así como la implantación de la tecnología chip mediante la utilización del estándar EMV. Para lograr estos objetivos se requiere el esfuerzo y cooperación de todas las partes implicadas, a cuyo efecto cada comunidad bancaria se encuentra inmersa en un proceso de diseño y preparación de sus planes nacionales de migración a la SEPA. En este terreno, los bancos centrales están ejerciendo un importante papel de impulsores del proyecto y de coordinación de las actividades preparatorias.

En el ámbito de los pagos mayoristas, la integración ha avanzado a un ritmo considerablemente elevado, gracias al sistema TARGET, gestionado por el Eurosistema y basado en la interconexión de los sistemas nacionales participantes. No obstante, con objeto de continuar avanzando en esta dirección, el Eurosistema ha desarrollado una plataforma única, denominada TARGET2, que sustituirá a la existente, donde se procesarán todas las transacciones, independientemente de su carácter nacional o transfronterizo. Esto permiti-

rá la armonización de tarifas y servicios para todas las entidades usuarias del sistema, con independencia de que se trate de pagos nacionales o internacionales, facilitándose, además, la gestión centralizada de los mismos a los grupos financieros transnacionales. La comunidad bancaria española se incorporará el 18 de febrero de 2008.

Otra iniciativa relevante, impulsada originalmente por el Comisario responsable de Mercado Interior y Servicios, Sr. McCreevy, para favorecer una mayor integración financiera en Europa, ha sido la presentación de un código de conducta en materia de compensación y liquidación de valores. Las medidas consideradas abordan tres aspectos fundamentales en la operativa con valores de renta variable: la transparencia de los precios de los distintos servicios, las condiciones de acceso e interoperatividad de las infraestructuras de contratación y de compensación-liquidación y la separación en la prestación de los servicios en el ámbito de precios y contable.

La Directiva sobre mercados de instrumentos financieros (MiFID) contiene también algunas medidas que impulsarán la integración financiera en Europa. En particular, antes de noviembre de 2007 desaparecerá el monopolio de la negociación en las bolsas de valores y las empresas de servicios de inversión de un Estado miembro podrán elegir libremente, aunque con ciertas limitaciones, el sistema de compensación y liquidación de valores de cualquier Estado miembro. Al mismo tiempo, los propios mercados regulados deberán ofrecer a sus asociados la libertad de elegir en qué sistema desean realizar la compensación y liquidación de las operaciones.

En este contexto ha surgido el proyecto de TARGET2-Securities, patrocinado también por el Eurosistema, que, apoyándose en la plataforma TARGET2 para la liquidación de grandes pagos, permitiría centralizar la liquidación de las cuentas de valores de las centrales depositarias en una única plataforma, en la que se procesarían también las liquidaciones correspondientes de efectivo. De este modo, el pago y la transmisión de valores se harían conjuntamente y en tiempo real en el mismo sistema. No obstante, el resto de funciones de las centrales depositarias permanecerían intactas, entre ellas las relaciones de negocio con sus entidades participantes. Esta iniciativa presenta sinergias evidentes con la MiFID, al facilitar la libre elección del sistema de post-contratación, y con el código de conducta en materia de compensación y liquidación, particularmente en lo referido a acceso e interoperatividad. En estos momentos, el proyecto TARGET2-Securities se encuentra en fase de consultas y está previsto que en 2008 se tome la decisión sobre su puesta en marcha.

1. Para un mayor detalle de las barreras y de las acciones propuestas véase Giovanni Group (2003), *Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, Commission of the European Communities.

para favorecer la movilidad de los trabajadores, como la posibilidad de transferir los derechos de pensiones y la eliminación de las limitaciones al reconocimiento mutuo de las cualificaciones profesionales. Finalmente, en la primavera de 2007, la Comisión presentó su segundo informe sobre la aplicación del Plan de actuación a favor de las tecnologías medioambientales, instrumento clave en el marco de la lucha contra el cambio climático para fomentar el liderazgo europeo en el desarrollo de innovaciones en este terreno.

Es importante que las reformas se introduzcan de forma más decidida.

El balance del primer año completo de aplicación de la estrategia de Lisboa renovada es moderadamente alentador. La introducción de los PNR ha dotado a las políticas estructurales de un marco consistente para su diseño y aplicación y ha tendido a fortalecer el compromiso de los agentes sociales de cada país con las reformas. No obstante, es preciso que estas sean adoptadas de forma decidida, pues la experiencia muestra que, en aquellos casos en que las medidas se han introducido de forma dubitativa —e incluso dando lugar a retrocesos posteriores—, se han aminorado sus efectos positivos, lo que a su vez ha alentado el escepticismo.

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

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

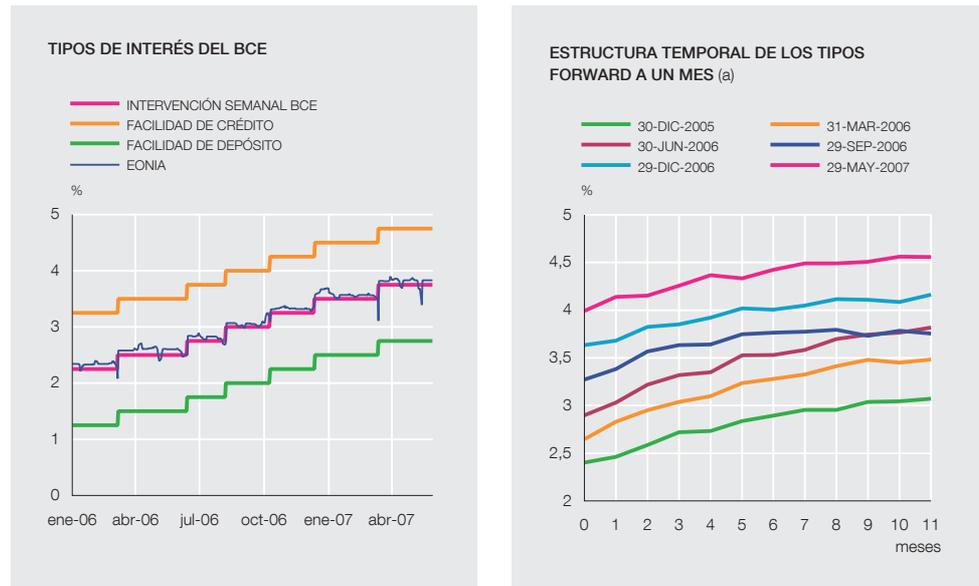
La aparición de riesgos al alza sobre la estabilidad de precios, en un contexto de condiciones monetarias muy holgadas y de afianzamiento de la recuperación económica iniciada a mediados de 2005, motivó que la política monetaria del área adoptara de forma gradual un tono menos acomodante en el curso del año. En todo caso, el BCE tuvo que enfrentarse a un escenario complejo, debido a la incertidumbre existente en relación con la evolución del precio del petróleo y de sus posibles efectos adversos —directos e indirectos— sobre la inflación y el crecimiento económico del área.

La existencia de riesgos para la estabilidad de precios...

La recuperación de la demanda interna permitió que el mayor dinamismo de la actividad económica en la UEM adquiriera un carácter más sostenible, siendo, además, más equilibrado en su distribución por países y ramas productivas. De esta forma, tanto el Eurosystema como la mayoría de los organismos internacionales llevaron a cabo sucesivas revisiones al alza en sus previsiones de crecimiento del área, hasta tasas superiores a la potencial. Por otro lado, como se ha comentado anteriormente, la inflación fue muy dependiente de la evolución del precio del petróleo, de modo que, durante los ocho primeros meses del año, la tasa de variación interanual del IAPC se mantuvo por encima del 2%, nivel de referencia en la definición de estabilidad de precios utilizada por el BCE. Aunque a partir de septiembre las caídas en el precio del crudo y el efecto base de su encarecimiento en el verano de 2005 dieron lugar a una reducción significativa de la inflación, hasta niveles inferiores al 2%, persistió durante todo el año el riesgo de empeoramiento de las perspectivas inflacionistas asociado a las posibles consecuencias de las pasadas alzas en el precio del petróleo sobre la formación de precios y salarios de la economía, así como a la eventualidad de que tuvieran lugar aumentos mayores de los anticipados de los impuestos indirectos y de los precios regulados.

condujo a aumentos de tipos, aunque su nivel continúa siendo moderado.

En este contexto, a medida que avanzaba el año, el BCE fue constatando la necesidad de ajustar el carácter acomodante que las condiciones monetarias habían mantenido durante la prolongada fase de débil crecimiento económico, lo que se tradujo en sucesivas elevaciones de una cuantía de 25 puntos básicos (pb) de los tipos de interés oficiales —en siete ocasiones desde diciembre de 2005, hasta situarse en marzo de 2007 en el 3,75% (véase gráfico 4.5)—. Tras el primer aumento, los dos siguientes se produjeron en intervalos de tres meses. Sin embargo, a partir del verano, a la luz de su evaluación de las condiciones macroeconómicas, el Consejo de Gobierno imprimió una cadencia mayor al ajuste del tono de la política monetaria, de forma que los tres incrementos posteriores tuvieron lugar cada dos meses. La última decisión de esta naturaleza (tomada en marzo de 2007) fue adoptada de nuevo tres meses más tarde de la que le precedió. Con todo,



FUENTES: BCE y Banco de España.

a. Estimados con datos del mercado interbancario.

los tipos de interés se han mantenido en niveles moderados en todos los plazos, tanto en términos reales como nominales, por lo que, a pesar de la retirada de parte de la holgura existente, las condiciones monetarias continúan siendo propicias para la prolongación de la etapa expansiva de la economía. La evolución de los tipos de mercado indica que las decisiones de política monetaria adoptadas fueron anticipadas por los mercados. Además, la credibilidad de los objetivos de la autoridad monetaria siguió viéndose reflejada en los indicadores de perspectivas de inflación a medio plazo, que se mantuvieron anclados en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

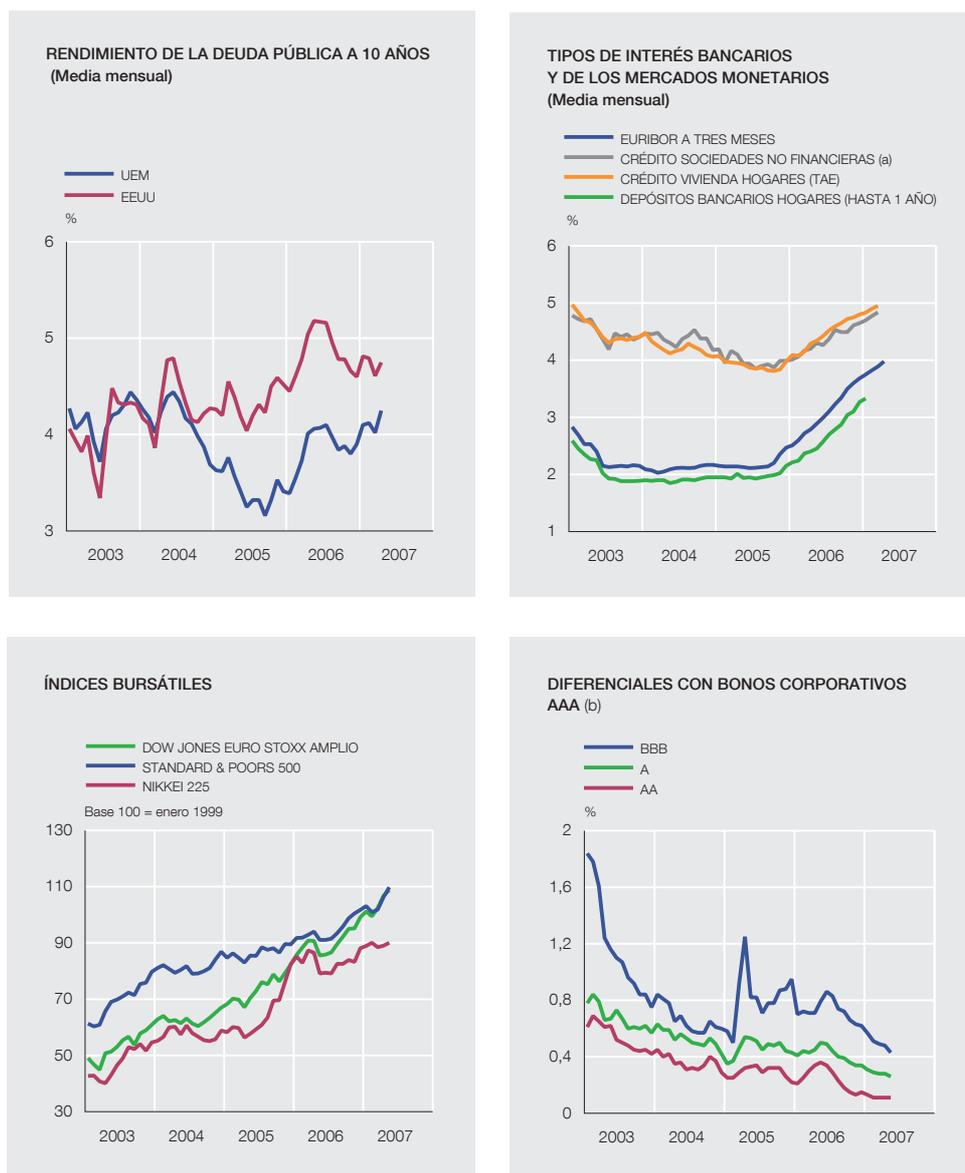
### 3.2 LA EVOLUCIÓN FINANCIERA EN LA ZONA DEL EURO

El aumento de los tipos de interés oficiales se trasladó a los mercados monetarios, de deuda y de crédito.

A lo largo del ejercicio, la consolidación de la fortaleza de la actividad económica y la incertidumbre acerca de la magnitud de la transmisión de las subidas de los precios del petróleo a la tasa de inflación del área determinaron un progresivo incremento de los tipos de interés en los mercados monetarios en todos los plazos. Aunque en la primera mitad del año la pendiente positiva de la curva de rendimientos de este mercado tendió a acrecentarse, desde el comienzo del verano los aumentos fueron menos acusados en los plazos más largos, lo que ha motivado un progresivo aplanamiento de la curva, de forma que, a finales de mayo de 2007, el diferencial entre los tipos a un año y a un mes se situaba en torno a 45 pb.

En los mercados de deuda, las rentabilidades de los bonos a largo plazo mostraron una evolución ascendente en 2006, lo que pudo reflejar, probablemente, el optimismo creciente de los participantes en los mercados acerca de las perspectivas de crecimiento del área (véase gráfico 4.6). Al mismo tiempo, el diferencial entre los tipos de la deuda a largo y corto plazo se fue reduciendo progresivamente, sin llegar a hacerse negativo, al contrario de lo ocurrido en Estados Unidos. En marzo de 2007, el rendimiento del activo a 10 años se situaba en el entorno del 4%.

Al compás del ascenso de los tipos de interés oficiales y de mercado, también aumentaron paulatinamente en el transcurso del año los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las operaciones realizadas con su clientela. No obstante, el encarecimiento del coste del crédito fue compatible con su permanencia en niveles bajos en comparación histórica.



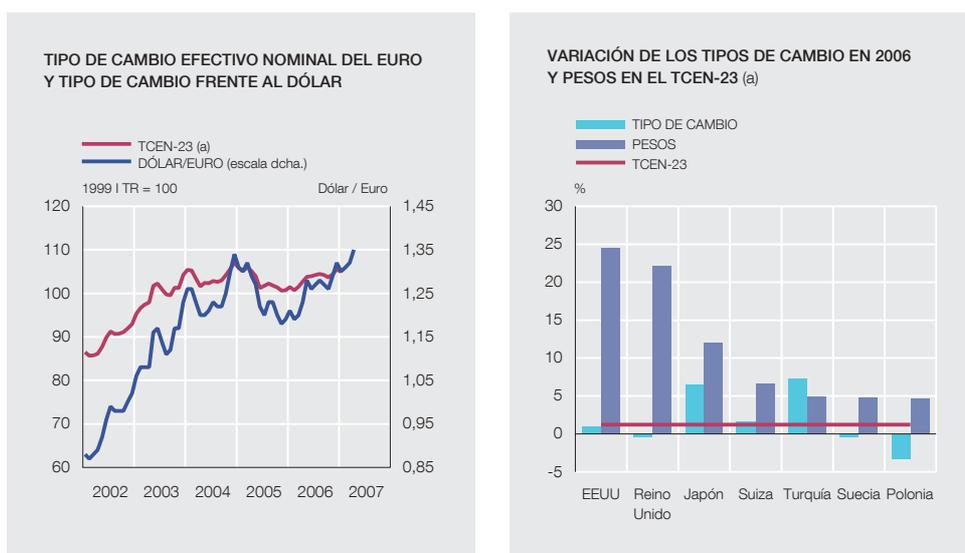
FUENTES: BCE y Banco de España.

- a. Se representan los tipos de interés de los préstamos a más de cinco años.  
b. 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.

De este modo, las condiciones de financiación continuaron siendo muy favorables, lo que se reflejó asimismo en el mantenimiento de los rendimientos de los bonos corporativos en niveles reducidos.

Las bolsas siguieron registrando revalorizaciones sustanciales.

En los mercados de renta variable del área se prolongó la sostenida tendencia alcista iniciada en la primavera de 2003, de modo que, en el conjunto del ejercicio, el índice EURO STOXX amplio creció por encima del 20%, revalorización superior a la observada en las bolsas de otros países desarrollados. Las cotizaciones se vieron impulsadas por la evolución favorable de los beneficios empresariales, tanto observados como esperados. La bonanza bursátil apenas se vio alterada a lo largo del ejercicio, salvo en un episodio transitorio que se registró entre los meses de mayo y junio, y que, en ausencia de alteraciones en los determinantes fundamentales, podría venir explicado por un aumento de la incertidumbre —como atestigua el



FUENTES: BCE, Comisión Europea y FMI.

a. EL TCEN-23 es el tipo de cambio efectivo nominal frente a un conjunto de 23 países: los 13 países pertenecientes a la UE-25 que no eran miembros de la UEM en 2006 y los 10 principales socios comerciales de UE.

fuerte incremento de la volatilidad— y, tal vez, por un incremento de la percepción de riesgo de los participantes en los mercados. A finales de febrero de 2007 se desencadenó un episodio análogo, aunque de menor duración.

Y el euro experimentó una apreciación moderada.

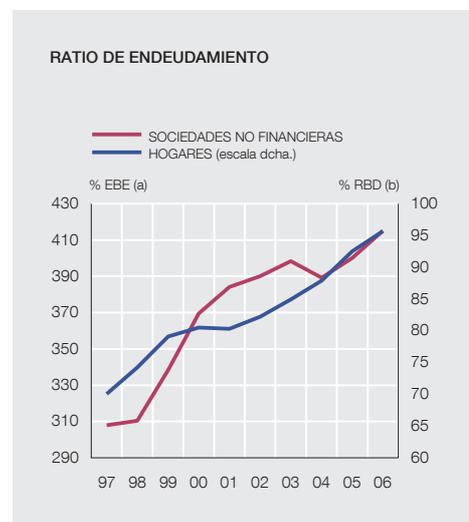
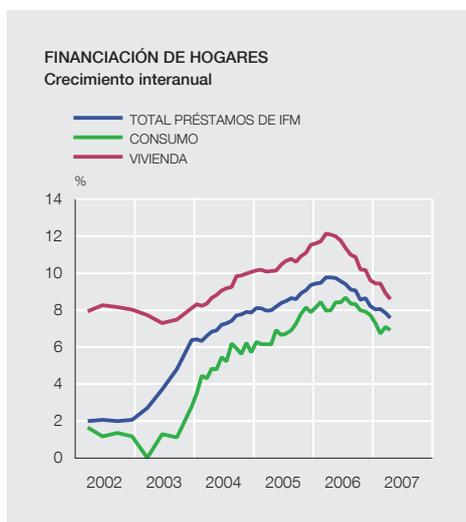
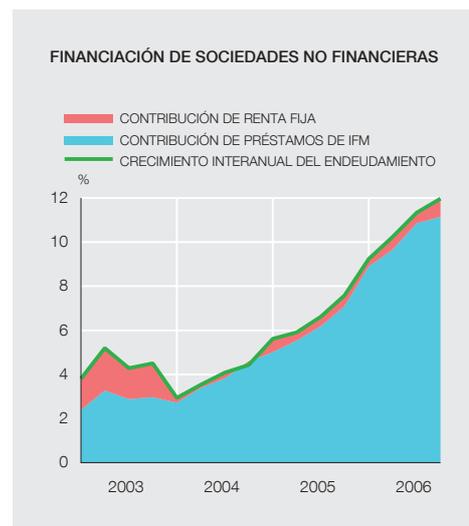
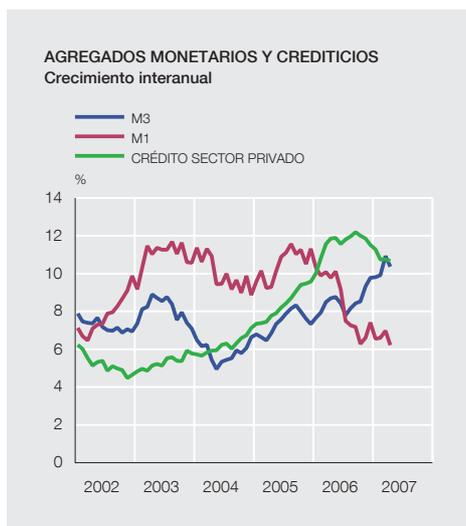
A lo largo del pasado año y primeros meses de 2007, el tipo de cambio del euro continuó la tendencia a la apreciación iniciada a finales de 2005, hasta acumular una revalorización en el entorno del 6% en términos efectivos nominales y de más del 10% frente al dólar y al yen (véase gráfico 4.7). En el caso de la moneda norteamericana, tal evolución pudo venir sustentada en la creciente evidencia de fortalecimiento de la actividad económica en el área, en contraposición a los indicios de desaceleración en Estados Unidos. Por su parte, la debilidad del yen parece explicarse, al menos parcialmente, por el abultado diferencial negativo de rendimientos de los activos japoneses, que habría favorecido estrategias de endeudamiento en la moneda nipona al objeto de financiar la adquisición de activos más rentables denominados en otra divisa.

Los agregados monetarios mostraron un comportamiento muy dinámico...

El agregado M3 cobró un dinamismo creciente a lo largo de 2006, que se ha prolongado en los primeros meses de 2007. En particular, M3 creció en diciembre de 2006 casi dos puntos por encima de su tasa al inicio del año (véase gráfico 4.8). Ello fue el resultado de la aceleración de los depósitos a plazo, en tanto que los depósitos a la vista experimentaron una notable pérdida de dinamismo. Esta evolución divergente resulta coherente con el diferente grado de respuesta de sus rentabilidades a la elevación de los tipos de interés oficiales.

y también los préstamos al sector privado, sobre todo a las empresas.

En consonancia con la persistencia de costes reducidos del endeudamiento y con el dinamismo de la actividad económica, los préstamos concedidos por las instituciones financieras y monetarias mostraron una notable fortaleza en 2006. La tasa de crecimiento interanual de esta variable, que había cerrado el ejercicio precedente en el entorno del 9%, repuntó al comienzo de 2006, hasta situarse en marzo por encima del 11%, nivel en el que se mantuvo hasta los meses finales del año, cuando tendió a moderarse ligeramente, en consonancia con su encarecimiento. Los préstamos otorgados a empresas y familias registraron una evolución



FUENTES: BCE y Banco de España.

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

divergente. Los primeros alcanzaron a finales de año la tasa de expansión más elevada desde el inicio de la UEM —en torno al 13%—, y su vigor coexistió con la abundancia de la generación interna de recursos, en tanto que el crecimiento de la financiación a través de valores, incluida la emisión de acciones, fue mucho más modesto. De acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios, la aceleración del crédito se explica, sobre todo, por la necesidad de financiar la inversión productiva, aunque también contribuyeron otros factores de naturaleza financiera (ligados a la actividad de fusiones y adquisiciones). En el caso de los hogares, el ritmo de expansión de los préstamos fue debilitándose a lo largo del año, lo que se debió al componente destinado a la financiación de vivienda, afectado por la moderación de la demanda y de los precios de los activos inmobiliarios en algunos países del área. En todo caso, la evolución de los flujos de préstamos dio lugar a un aumento moderado de las ratios de endeudamiento de empresas y familias.



## La economía española

En 2006 la economía española prolongó su dinamismo, con una tasa de crecimiento en el conjunto del año del 3,9%, cuatro décimas más que en 2005. Como se analiza en los capítulos 1 y 2, el fuerte aumento de la población ha sido un factor decisivo para explicar la pujanza de la oferta y de la demanda. En 2006, además, la recuperación de la zona del euro —dentro de un contexto de fortaleza del entorno exterior— y el endurecimiento de las condiciones monetarias han permitido que el repunte de la actividad en España haya sido compatible con un cierto reequilibrio de las aportaciones al crecimiento de la demanda nacional y de las exportaciones netas. En efecto, en el pasado año se observó, desde la perspectiva del gasto, una desaceleración de la demanda nacional y una mejora de siete décimas de la contribución del sector exterior. Pese a esto, las necesidades de financiación de la economía española continuaron aumentando en 2006, hasta alcanzar un 7,8% del PIB (6,5% en 2005). El empleo mantuvo un gran dinamismo, con un crecimiento del 3,1%, lo que permitió absorber un incremento significativo de la población activa y reducir la tasa de paro hasta el 8,5%. En el ámbito de la inflación no se experimentaron avances apreciables, pues el IPC mostró en 2006 un ritmo de expansión medio del 3,5%, similar al de 2005, aunque disminuyó sustancialmente a lo largo del año, en respuesta a los cambios en los precios del petróleo.

### 1 Las políticas económicas

#### 1.1 LAS CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS

Las condiciones de financiación del sector privado se endurecieron en 2006, pero continuaron siendo holgadas para la situación de la economía española.

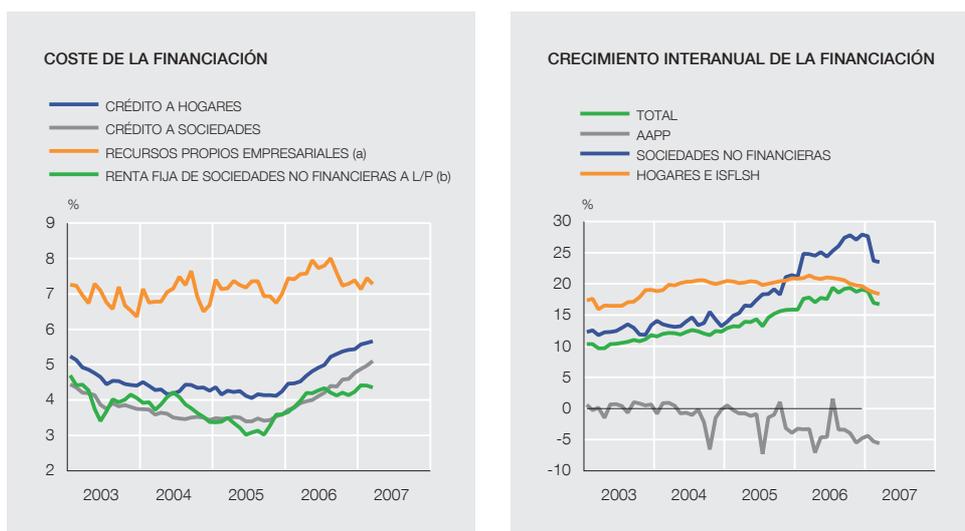
La riqueza neta de los hogares aumentó significativamente, favoreciendo el dinamismo del gasto.

Se moderó ligeramente el crecimiento de la deuda de los hogares, aunque siguieron aumentando los ratios de endeudamiento y de carga financiera.

Las condiciones de financiación para hogares y sociedades se endurecieron durante 2006. En línea con el aumento de los tipos de interés en los mercados monetarios —donde la variación acumulada del EURIBOR a un año fue de 1,1 puntos porcentuales (pp)—, el coste del crédito bancario concedido a estos sectores se elevó 1,2 pp en ambos casos, como muestra el gráfico 5.1. El precio del recurso a la emisión de renta fija a medio y largo plazo por parte de las empresas avanzó en menor medida (0,6 pp), mientras que el coste de los recursos propios empresariales se mantuvo relativamente estable, ya que el ascenso de las cotizaciones bursátiles —que abarata la toma de fondos— se vio aproximadamente compensado por el crecimiento de los dividendos. La apreciación del tipo de cambio del euro frente a las principales divisas —que, en el acumulado del año, fue del 4,3%, en términos nominales— contribuyó también al endurecimiento de las condiciones monetarias. Pese a todo, el coste de los recursos financieros se mantuvo en niveles que, tanto desde una perspectiva histórica como en comparación con la fortaleza de la demanda interna, resultaron reducidos, de manera que el tono general de las condiciones monetarias y financieras puede considerarse holgado (véase recuadro 1.1).

La riqueza neta de las familias, impulsada por la revalorización de las acciones y de los inmuebles, continuó favoreciendo la expansión del consumo y de la inversión residencial. Aunque el índice general de la Bolsa de Madrid aumentó significativamente (34,5%), el valor del patrimonio avanzó a un ritmo menor que en años anteriores, como consecuencia de la desaceleración del precio de la vivienda, que creció un 9,1% en términos interanuales en el cuarto trimestre de 2006, frente al 12,8% observado en el mismo período del año anterior. En el primer trimestre de 2007 ha continuado esa ralentización, pues el precio de la vivienda aumentó en ese período un 7,2% en tasa interanual.

El endurecimiento de las condiciones monetarias y la ralentización de la riqueza de los hogares contribuyeron a moderar ligeramente el ritmo de avance de la deuda de las familias, aunque continuó siendo elevado: alrededor del 19% en diciembre de 2006, frente al 20,9% a finales de 2005. En consecuencia, tanto la ratio de endeudamiento como la de carga financiera volvieron a aumentar, mientras la capacidad de ahorro, tras atender las obligaciones financieras, se redujo de nuevo. Con todo, la revalorización de los activos reales y financieros amorti-



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

- a. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas. Véase el artículo «Un indicador del coste de financiación de las sociedades no financieras españolas», *Boletín Económico* del Banco de España, diciembre de 2006.
- b. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo *swap* del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo

guó el impacto desfavorable sobre la posición patrimonial derivado del comportamiento de los indicadores anteriores.

La financiación de las sociedades se aceleró y los beneficios empresariales continuaron creciendo.

Por el contrario, la financiación concedida a las sociedades se aceleró, hasta alcanzar su tasa de avance registros superiores al 28% a finales de 2006. El comportamiento expansivo de los recursos ajenos siguió estando muy influido por la evolución de las empresas del sector inmobiliario y de la construcción, cuyos pasivos incrementaron su ritmo de crecimiento, aunque se observó también un mayor dinamismo en los fondos destinados al resto de las ramas de servicios. Estos desarrollos se reflejaron en nuevos ascensos de las ratios de endeudamiento y de carga financiera del sector de sociedades no financieras. No obstante, la evolución favorable de la actividad permitió que los beneficios netos empresariales siguieran elevándose, especialmente en el caso de las grandes compañías.

## 1.2 LA POLÍTICA FISCAL

Los Presupuestos Generales del Estado preveían un pequeño superávit de las AAPP en 2006.

Los Presupuestos Generales del Estado para el año 2006 se diseñaron sobre la base de un escenario macroeconómico de crecimiento robusto de la economía española, caracterizado por la fortaleza de la demanda interna. Estos Presupuestos preveían un saldo superavitario de las Administraciones Públicas, en términos de Contabilidad Nacional, del 0,2% del PIB, en línea con las previsiones de los Objetivos de Estabilidad Presupuestaria 2006-2008 que estableció el Gobierno en abril del 2005, en cumplimiento de la Ley de Estabilidad Presupuestaria vigente en aquel momento.

Los objetivos presupuestarios se basaban en previsiones moderadas de los ingresos, sobre todo por lo que hacía referencia a los impuestos, de forma que el objetivo de superávit establecido en los Presupuestos resultaba alcanzable y su mantenimiento habría supuesto, de hecho, una relajación del esfuerzo de consolidación fiscal. Dada la expansión que experimentaba la economía española, parecía aconsejable que cualquier incremento de la recaudación por encima de lo previsto se destinara a alcanzar un superávit presupuestario mayor del inicialmente establecido. Por su parte, las políticas de gasto incorporadas en los

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

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.

Presupuestos se diseñaron con el objetivo de impulsar la productividad mediante el crecimiento de la inversión en infraestructuras, I+D+i y educación, y el fortalecimiento del gasto social.

Con el superávit del 1,8% del PIB alcanzado, la política fiscal tuvo un carácter moderadamente contractivo.

En el transcurso del año, a medida que la evolución económica fue dando indicios claros de superación de los objetivos de crecimiento, la ejecución presupuestaria también fue generando saldos mejores que los programados para las cuentas públicas. En concreto, el superávit del 1,8% del PIB finalmente alcanzado y la mejora de 6 décimas de punto en el saldo primario confieren a la política fiscal efectivamente aplicada un carácter moderadamente restrictivo, según los indicadores habituales para el cómputo de la orientación de la política fiscal (véase cuadro 5.1). Por subsectores, destacan los excedentes alcanzados por el Estado y la Seguridad Social, mientras las Administraciones Territoriales registraron un pequeño déficit, centrado en las Corporaciones Locales, dado que el conjunto de las Comunidades Autónomas cerró el año en equilibrio.

La mejora del saldo se produjo por la pujanza de la recaudación...

La mejora del saldo ha sido propiciada, como en años anteriores, esencialmente por el dinamismo de las principales figuras impositivas. Su recaudación ha mostrado crecimientos muy elevados que, en parte, cabe asociar con el auge del sector inmobiliario y de la bolsa, por lo que ese dinamismo tiene un cierto componente transitorio. El aumento en la presión fiscal se ha canalizado, sobre todo, a través de los impuestos sobre la renta y el patrimonio, y, en menor medida, de los impuestos sobre la producción y la

importación. Tal evolución ha conducido a una convergencia adicional en el peso de ambos tipos de imposición en el PIB, de manera que los impuestos directos, los indirectos y las cotizaciones contribuyen, prácticamente, en un tercio cada uno a los ingresos totales.

A pesar del proceso de regularización de inmigrantes, que ha comportado un sustantivo aumento en el número de afiliados a la Seguridad Social, el peso de las cotizaciones sociales se ha mantenido constante en el 13% del PIB por cuarto año consecutivo. Esta estabilidad es el reflejo, no solo de una cierta moderación salarial, tal y como se analiza más adelante, sino también del impacto sobre las cuentas públicas de la reducción de las cotizaciones empresariales, sobre todo las correspondientes a desempleo, en aplicación de la reforma laboral acordada en mayo. La caída en los recursos de capital se explica por las menores transferencias de capital procedentes de la UE en el último año de vigencia de las perspectivas financieras 2002-2006.

y por la contención del gasto, excepto el de inversión.

Los empleos corrientes han mostrado una cierta contención, no solo por el mantenimiento de la tendencia a la pérdida de peso de los pagos de intereses, propiciada por la caída de la deuda y a pesar del ligero repunte de los tipos de interés en las nuevas emisiones. Además, tras cuatro años de aumento continuado, también se observó una ligera reducción en el peso del consumo público sobre el PIB, aunque esta disminución tiene visos de transitoriedad, debido a la singular contención de las compras en este ejercicio, tras varios años de fuerte aumento.

En cuanto a las prestaciones sociales, destaca el mantenimiento de tasas relativamente altas de crecimiento de las prestaciones de desempleo, debido al aumento de la tasa de cobertura efectiva, en un contexto de disminución, en términos absolutos, del número de desempleados. Por su parte, la mejora de las pensiones mínimas y de viudedad fue contrarrestada con una desviación sobre la inflación prevista inferior a la que hubo de abonarse en 2005, lo que permitió contener el gasto en pensiones. En conjunto, las prestaciones sociales crecieron en línea con el PIB.

Con todo, ha sido en los gastos de capital donde se han producido los mayores ritmos de expansión, no solo en el componente de formación bruta de capital, que ha determinado un aumento de la ratio de inversión pública hasta casi el 4% del PIB, sino también en el de las transferencias de capital. Esta evolución se encuentra vinculada, como en anteriores ciclos, por el calendario electoral, dado que 2006 fue el año previo a la celebración de elecciones locales y autonómicas.

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

Las AAPP continuaron un año más cumpliendo con holgura el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, satisfaciendo el criterio operativo utilizado en la valoración de su nivel de cumplimiento de que el saldo ajustado de ciclo se sitúe próximo a cero o en superávit. Asimismo, la Administración Central verificó los requisitos de la nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria, al presentar un superávit independientemente del alcanzado por la Seguridad Social, mientras que el Estado respetó el límite de gasto establecido. La deuda pública siguió su senda de reducción, situándose por debajo del 40% del PIB, y el Fondo de Reserva volvió a ampliarse con el excedente procedente de la Seguridad Social, y su saldo ascendió a 40.334 millones de euros (4,1% del PIB).

El nuevo acuerdo para la reforma de la Seguridad Social tiene un alcance limitado.

En el medio plazo, el principal reto al que se enfrentan las finanzas públicas sigue siendo el del impacto del envejecimiento de la población sobre el gasto público en pensiones y sanitario. En este sentido, en mayo se alcanzó, en el marco del Pacto de Toledo, un nuevo acuerdo para la reforma de la Seguridad Social entre el Gobierno y los agentes sociales, que, como otros acuerdos previos, tiene como objetivo garantizar la sostenibilidad del sistema de pensiones. Sin embargo, las medidas adoptadas solo avanzan moderadamente en el desarrollo de algunas propuestas de la revisión del Pacto de 2003, como la aproximación entre las bases de

cotización y los salarios realmente percibidos, y la extensión del período considerado para el cálculo de la base reguladora de la pensión de jubilación, por lo que su impacto sobre el gasto público a medio plazo será necesariamente limitado.

### 1.3 LAS OTRAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

La nueva reforma laboral mantiene el marco de contratación vigente.

En el mercado de trabajo, el Gobierno y los agentes sociales acordaron los contenidos de la reforma laboral que entró en vigor el 1 de julio de 2006. El objetivo principal de esta reforma, como el de algunas otras emprendidas desde mediados de la década pasada, es reducir la elevada ratio de temporalidad. Las principales medidas acordadas fueron las modificaciones en el sistema de bonificaciones a la contratación indefinida, que incluyeron un período extraordinario de bonificación de las conversiones de contratos temporales en indefinidos hasta finalizar 2006, una cierta ampliación del colectivo de trabajadores al que se puede realizar un contrato indefinido con menores costes de despido, el establecimiento de nuevos límites legales al encadenamiento de contratos temporales y la rebaja en las cotizaciones empresariales de los contratos indefinidos. Con todo, esta reforma no modifica el esquema básico de contratación laboral y, en particular, no amplía sustancialmente la flexibilidad que incorporan los contratos estables, que siguen soportando elevados costes de despido, por lo que cabe prever que sus efectos sean limitados.

Y se mantienen las pautas generales de la negociación colectiva.

Por otra parte, el salario mínimo se incrementó un 5,4% en 2006, hasta los 540,9 euros mensuales, tras haberse fijado el objetivo de finalizar la legislatura en el nivel de los 600 euros. La negociación colectiva siguió bajo las pautas generales del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva (AINC), que ha sido nuevamente renovado para el año 2007. Este acuerdo fijó, como en años anteriores, una referencia nominal del 2% para el crecimiento salarial, al que cabe añadir un incremento relacionado con el avance de la productividad. Además, la mayoría de los convenios colectivos incluyen cláusulas de salvaguarda frente a la inflación. Este tipo de acuerdos introduce una cierta inercia nominal en el mecanismo de fijación de salarios y una tendencia hacia la homogenización de los incrementos salariales, lo que puede obstaculizar la adecuación de estos a la situación específica de las empresas y sectores.

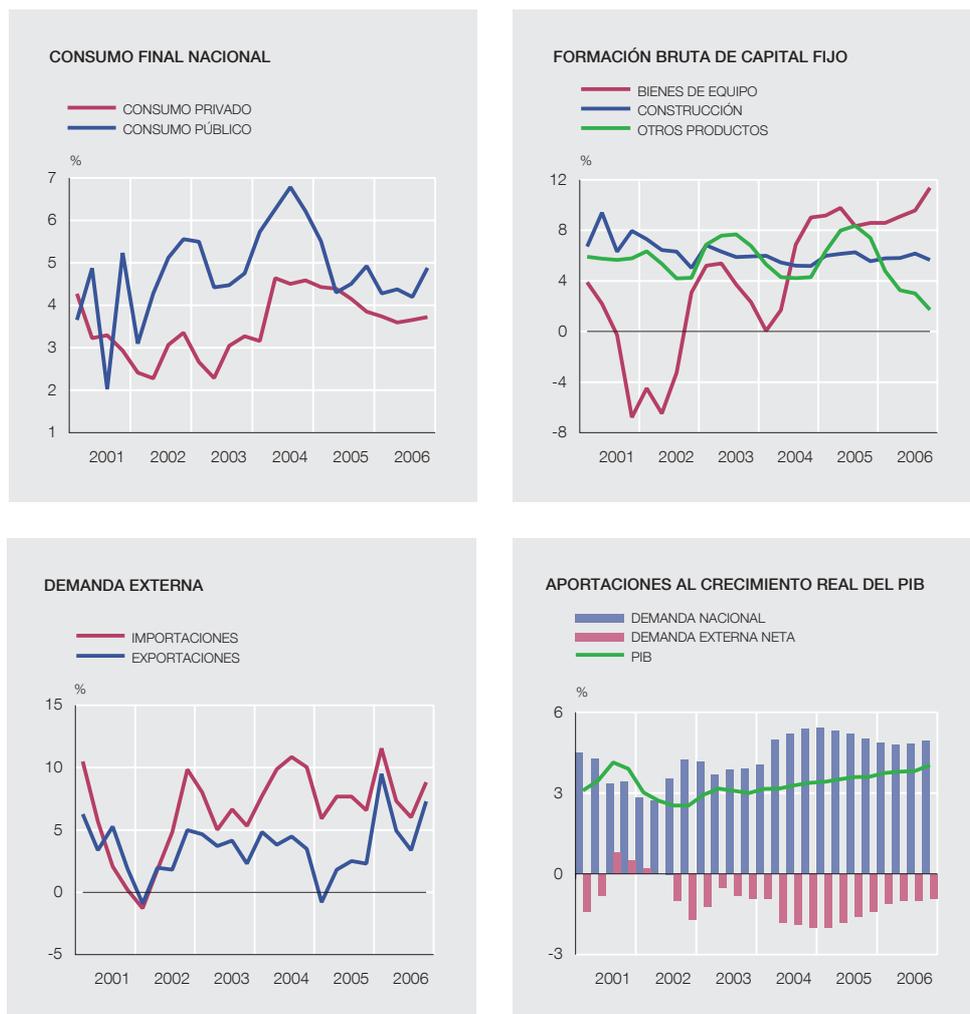
En los mercados de bienes y servicios se continuó con la estrategia marcada en el Plan Nacional de Reformas...

En los mercados de bienes y servicios se continuó con la estrategia trazada en el Plan Nacional de Reformas (PNR), aprobado en octubre de 2005, y cuyos objetivos últimos para el año 2010 son la plena convergencia en renta per cápita con la UE-25 y alcanzar una tasa de empleo del 66%. En general, las actuaciones adoptadas en el Plan van en la buena dirección y establecen un punto de partida adecuado para abordar los problemas estructurales a los que se enfrenta la economía española, si bien deberían aplicarse con la mayor celeridad posible, así como complementarse con medidas adicionales.

En aplicación del mecanismo de seguimiento y actualización del PNR, en marzo de 2006 se evaluó la aplicación del primer paquete del Plan de Dinamización de la Economía y de Impulso a la Productividad —incluido en el PNR— a la vez que se aprobó un segundo conjunto de actuaciones, que se ha centrado en los sectores de energía, mercado hipotecario y transporte ferroviario. Más concretamente, las medidas persiguen aumentar el grado de competencia y la eficiencia del sector energético, ahondar en la flexibilización del mercado hipotecario y simultáneamente mejorar la capacidad de adaptación de los hogares a coyunturas cambiantes de los tipos de interés, y, finalmente, introducir los cambios legislativos necesarios para que exista competencia efectiva en el transporte de mercancías por ferrocarril.

cuyos objetivos últimos prácticamente se han cumplido en 2006.

En octubre de 2006 se presentó el Informe Anual de Progreso del PNR. La puesta en marcha del Plan ha ido a buen ritmo, ya que en su primer año de vigencia se aprobaron algo más de la mitad de las medidas contempladas y tanto el PIB per cápita como la tasa de empleo han alcanzado prácticamente los objetivos que se habían fijado para 2010. Sin embargo, el incre-



FUENTE: INE.

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

mento de la renta per cápita se ha basado en el aumento de la tasa de empleo y no en una mejora de la productividad, ampliándose la brecha con la media europea.

## 2 La demanda

### 2.1 LA DEMANDA NACIONAL

La expansión de la demanda nacional superó nuevamente el ritmo de avance del producto, si bien la brecha entre ambos se redujo.

El gasto en consumo de los hogares experimentó una desaceleración en 2006, que fue moderándose durante el año.

La demanda nacional se desaceleró cuatro décimas en 2006, con un crecimiento anual del 4,6%, reflejando, en parte, el endurecimiento de las condiciones de financiación, aunque siguió mostrando un ritmo de avance superior al del producto. Tanto el consumo final —público y privado— como la formación bruta de capital disminuyeron su tasa de expansión en una cuantía similar. No obstante, los distintos componentes de la inversión experimentaron una evolución algo más divergente, pues el gasto en bienes de equipo se aceleró ligeramente, el crecimiento de la construcción se mantuvo y la inversión en otros productos redujo su tasa de variación de forma significativa (véase gráfico 5.2).

El consumo privado, aunque registró un aumento del 3,7% en 2006, inferior al crecimiento de 2005, presentó signos de fortaleza frente al aumento de los tipos de interés y la elevación del precio del petróleo. Así, la ligera desaceleración que tuvo lugar en la primera parte del año dio paso a un patrón estable durante los dos trimestres siguientes. Para comprender mejor esta evolución, en el recuadro 5.1 se examinan, con cierto detalle, los principales factores que incidieron sobre las decisiones de los consumidores.

El contexto económico que dominó gran parte del año 2006, caracterizado por sucesivas elevaciones del precio del petróleo y por expectativas de aumento de los tipos de interés, apuntaba a que el ritmo de avance del gasto de los consumidores se moderaría y a que se detendría la senda de disminución de la tasa de ahorro de las familias españolas. Sin embargo, el gasto en bienes y servicios de consumo experimentó una desaceleración relativamente suave en 2006, habiéndose estabilizado en la segunda mitad del año. ¿Qué razones explican esta tónica de relativa fortaleza del consumo?

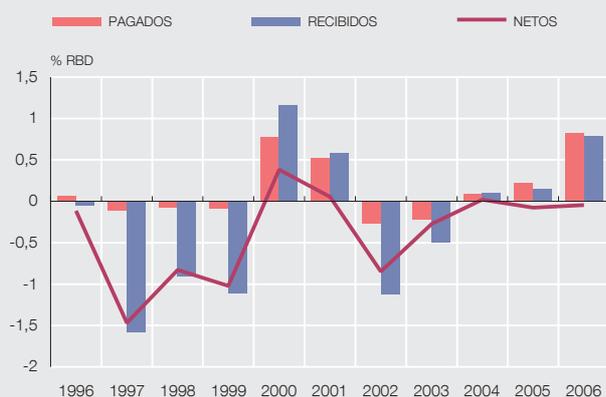
Para responder a esta pregunta conviene examinar los factores que determinan las decisiones de gasto de los consumidores. De acuerdo con la literatura teórica, dichas decisiones dependen de su riqueza total o renta permanente, es decir, de los ingresos presentes y futuros que los agentes esperan obtener a lo largo de su ciclo vital, ya sean rentas laborales o bien provengan de sus tenencias de activos reales y financieros. Asimismo, el tipo de interés real afecta al perfil temporal del gasto de las familias, al influir sobre la tasa de sustitución entre consumo presente y consumo futuro. Las variaciones en el tipo de interés generan, además, un efecto sobre la renta —cuyo

signo depende, entre otros factores, de la relación entre el nivel de endeudamiento y la cartera de activos financieros que generan intereses, y de la sensibilidad del rendimiento de esta cartera y del coste de la deuda a dichas variaciones—, y un efecto sobre la riqueza, al incidir sobre el valor de mercado del patrimonio real y financiero. Por último, el grado de incertidumbre que rodea el proceso de decisión de los consumidores influye también sobre sus planes de gasto.

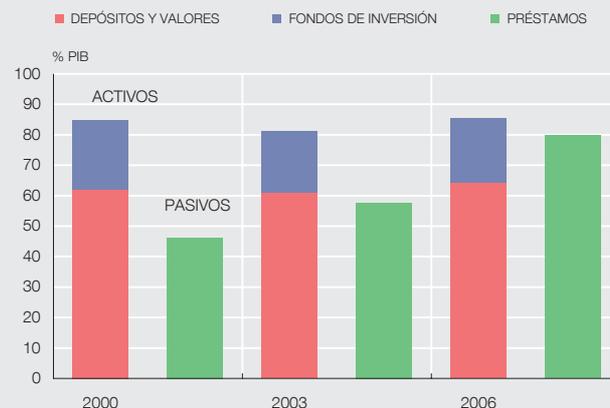
La renta real, cuyo crecimiento se ha reducido en los dos últimos años, tras el impacto expansivo de la reforma del IRPF en 2004, ha contribuido a la desaceleración del consumo en 2006. Según el modelo macro-económico del Banco de España reestimado recientemente (MTBE), la aportación de esta variable al crecimiento del consumo privado disminuyó 0,2 pp respecto a la media del quinquenio anterior (véase el cuadro 3 adjunto).

Como se comenta en el texto principal del capítulo, el incremento de los tipos de interés no tuvo un impacto negativo sobre el crecimiento de la renta nominal en 2006, ya que el aumento de la carga por intereses —cercano al 1% de la renta bruta disponible— fue

1 INTERESES DE LOS HOGARES E ISFLSH (a)



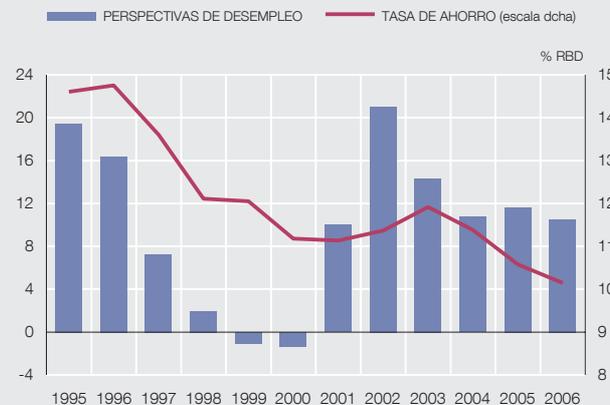
2 ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS QUE GENERAN INTERESES



3 CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO (MTBE) (b)

	1998-00	2001-03	2004-05	2006
CONSUMO PRIVADO	5,0	3,0	4,2	3,7
<i>Aportaciones</i>				
Renta disponible real	2,4	2,8	2,8	2,6
Riqueza total	1,7	1,3	1,8	1,3
Tipo de interés real	0,1	-0,1	0,0	-0,2
Residuos	0,7	-1,1	-0,6	-0,1

4 TASA DE AHORRO Y PERSPECTIVAS DE DESEMPLEO



FUENTES: INE, Banco de España y Comisión Europea.

a. En diferencias anuales.  
b. En puntos porcentuales.

casi compensado por el incremento de los que perciben las familias (véase gráfico 1). Las fluctuaciones de los tipos de interés de mercado se trasladan a los tipos de los activos y pasivos de las familias con una velocidad e intensidad que dependen del plazo de vencimiento, del grado de competencia en los mercados bancarios y de la capacidad de negociación y grado de sofisticación financiera de los hogares. Históricamente, los tipos de interés de los préstamos han respondido con mayor intensidad y prontitud que los depósitos bancarios. Sin embargo, la magnitud de este efecto en las familias se ha visto mitigado por la estructura de su riqueza financiera, en la que la cartera de activos financieros que proporcionan intereses —depósitos, valores y, en parte, fondos de inversión— ha superado tradicionalmente el valor de los préstamos (véase gráfico 2). En los últimos años, esta situación ha ido cambiando, debido al rápido crecimiento del saldo de pasivos y a su concentración en préstamos a tipo variable. Por ello, en 2007 cabe esperar que, una vez que se complete la transmisión de las subidas de los tipos de interés a corto plazo al rendimiento de los activos y al coste de la deuda, el impacto sobre la renta sea más apreciable y que, en el futuro, los pagos por intereses superen la aportación de los que reciben las familias, si sus pasivos continúan creciendo a un ritmo superior al de los activos que producen intereses.

Por otra parte, la elevación de los tipos de interés que se inició a finales de 2005 aumentó los tipos reales ex-post, favoreciendo, así, un

*efecto sustitución* de consumo presente por consumo futuro, que redujo el crecimiento del consumo privado 0,2 pp en 2006, de acuerdo con las estimaciones que proporciona el modelo MTBE. También, según este modelo macroeconómico, la riqueza de los hogares —financiera y no financiera—, que había aportado 1,8 pp al crecimiento del consumo privado en 2004 y 2005, redujo medio punto su contribución en 2006, como consecuencia, principalmente, de la desaceleración del precio de la vivienda.

Estas consideraciones habrían hecho esperar una ralentización más marcada del consumo privado. Sin embargo, hay otra serie de factores, relacionados con la actitud de los consumidores frente al futuro, como las perspectivas de crecimiento de su renta o el grado de incertidumbre con el que adoptan sus decisiones, que inciden también sobre sus planes de gasto. Generalmente, este tipo de elementos no suelen estar incorporados en los modelos econométricos como el MTBE, o lo están indirectamente, en la medida en que afectan a algunas variables del modelo. Para valorar este tipo de aspectos puede acudir a indicadores de opinión procedentes de encuestas a los consumidores, como las que realiza la Comisión Europea. En el gráfico 4 se aprecia que uno de estos indicadores, que recoge las perspectivas de desempleo, guarda cierta relación con la evolución de la tasa de ahorro. En este sentido, la mejora de las perspectivas de las familias respecto al futuro, a la que apuntan los indicadores de confianza, podría haber contribuido a sostener el crecimiento del consumo en los últimos años.

El gasto en bienes no duraderos y en servicios disminuyó su ritmo de expansión en 2006, mientras que, como viene apreciándose desde 2003, la adquisición de bienes de consumo duradero se mostró más pujante, a pesar de la desaceleración del gasto en automóviles (véase cuadro 5.2). Tanto el auge inmobiliario —que lleva aparejado la adquisición de muebles y electrodomésticos— como la llegada de inmigrantes con intención de asentarse de forma permanente en nuestro país han podido contribuir a este mayor dinamismo del gasto en bienes duraderos en los últimos años. De hecho, más allá del impulso expansivo que ejercen sobre el empleo y la actividad, la llegada de inmigrantes en los tramos de edad y de renta con una mayor propensión al consumo podría también haber favorecido el avance de esta variable en los últimos años, aunque también existen factores que actúan en la otra dirección, tal como se discute en la sección 3 del capítulo 2.

La renta real de las familias creció a un ritmo ligeramente inferior al de 2005

Entre los factores determinantes del consumo, cabe mencionar, en primer lugar, la renta real disponible, que creció a una tasa del 3,1%, ligeramente por debajo del crecimiento del año 2005. El avance del empleo y el mayor incremento de la remuneración por asalariado contribuyeron al crecimiento de las rentas salariales, aunque esto se vio más que compensado por la desaceleración del excedente de los empresarios individuales y por una aportación más negativa de las AAPP (véase gráfico 5.3), mientras que el impacto de los tipos de interés sobre el crecimiento de la renta fue prácticamente nulo.

	% PIB (a)		TASAS DE VARIACIÓN (b)					
	2000	2006	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>HOGARES E ISFLSH</b>								
Gasto en consumo final	59,7	57,7	3,4	2,8	2,8	4,2	4,2	3,7
<i>Consumo duradero</i>	6,3	5,6	2,0	-3,4	5,8	9,4	5,3	5,3
<i>Consumo no duradero</i>	52,5	51,1	3,4	2,7	2,6	4,2	4,2	3,6
Vivienda (c)	6,1	9,3	7,5	7,0	9,3	5,9	5,8	6,4
<b>EMPRESAS</b>								
Inversión productiva privada (d)	12,2	11,9	1,7	-1,1	3,4	7,0	7,4	5,9
<i>Construcción</i>	4,9	5,5	5,9	3,1	3,3	11,6	5,4	0,4
<i>Equipo</i>	7,3	6,4	-1,1	-4,2	3,5	3,3	9,2	11,0
<b>ADMINISTRACIONES PÚBLICAS</b>								
Gasto en consumo final	17,2	17,9	3,9	4,5	4,8	6,3	4,8	4,4
Formación bruta de capital fijo	3,2	3,9	10,2	10,2	4,9	-2,5	7,9	12,3
<i>Construcción</i>	2,3	2,9	11,4	10,8	3,7	-7,1	7,9	15,9
<i>Equipo</i>	0,8	0,9	7,0	8,7	8,6	11,7	7,8	2,2
<b>PRO MEMORIA</b>								
Formación bruta de capital fijo	25,8	30,3	4,8	3,4	5,9	5,0	7,0	6,3
<i>Equipo</i>	8,1	7,4	-0,3	-2,9	4,1	4,4	9,0	9,7
— <i>Maquinaria</i>	5,7	5,0	-0,2	-2,2	1,9	2,6	8,1	9,6
— <i>Transporte</i>	2,4	2,4	-0,6	-4,5	9,4	8,4	10,7	9,9
<i>Construcción</i>	13,3	17,8	7,6	6,3	6,2	5,5	6,0	5,9
— <i>Viviendas</i>	6,1	9,3	7,5	7,0	9,3	5,9	5,8	6,4
— <i>Otras construcciones</i>	7,2	8,4	7,7	5,6	3,5	5,0	6,2	5,3
<i>Otros productos (e)</i>	4,4	5,2	5,8	5,0	7,2	4,5	7,5	3,2

FUENTES: INE y Banco de España.

a. Contabilidad Nacional base 2000, precios corrientes.

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

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

d. Incluye la inversión realizada por los empresarios autónomos.

e. Esta inversión incluye servicios inmobiliarios, jurídicos, de contabilidad, de consultoría técnica y *software*, entre otros. Dada la heterogeneidad de estos componentes y la falta de información sobre los mismos, esta parte de la inversión no se asigna a ningún sector.

Continuó la expansión de la inversión en vivienda.

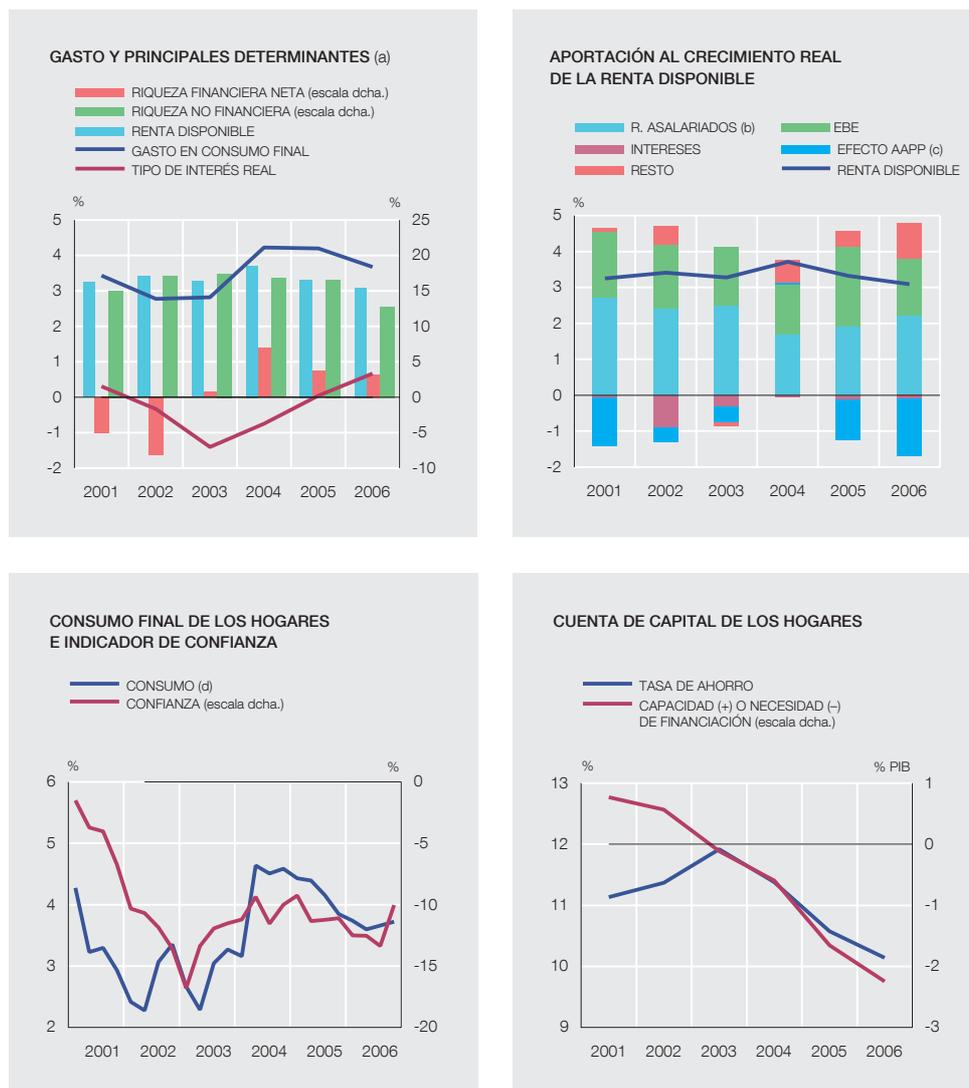
La inversión en vivienda mantuvo un crecimiento elevado en 2006, sostenida por el crecimiento de la renta real y de la riqueza. Algunos factores sociodemográficos, como la reducción del tamaño medio de los hogares, la llegada a la edad adulta de las generaciones que nacieron en períodos con fuerte expansión de la natalidad y el rápido crecimiento de la población inmigrante, continuaron impulsando la creación de nuevos hogares y, con ello, la demanda de vivienda.

aunque el aumento de los tipos de interés y la disminución de las expectativas de revalorización atemperaron la presión de la demanda.

El coste de uso de esta inversión aumentó como consecuencia del incremento de los tipos de interés y de cierta moderación de las expectativas de revalorización de los activos residenciales, afectadas por la desaceleración del precio de la vivienda. Además, a pesar del menor crecimiento de los precios, el esfuerzo estimado para adquirir una vivienda siguió aumentando (véase gráfico 5.4). Por otra parte, el atractivo de la inversión en activos reales frente a otras colocaciones alternativas disminuyó en 2006, al incrementarse los precios de la vivienda menos que otros activos, como las acciones.

La actividad constructora en el sector residencial mantuvo un ritmo elevado.

A pesar de estas señales de moderación, la actividad constructora en el sector residencial mantuvo un ritmo intenso, con un significativo incremento del parque de viviendas, lo que también pudo contribuir a moderar la pauta de aumento de los precios. No obstante, ese di-



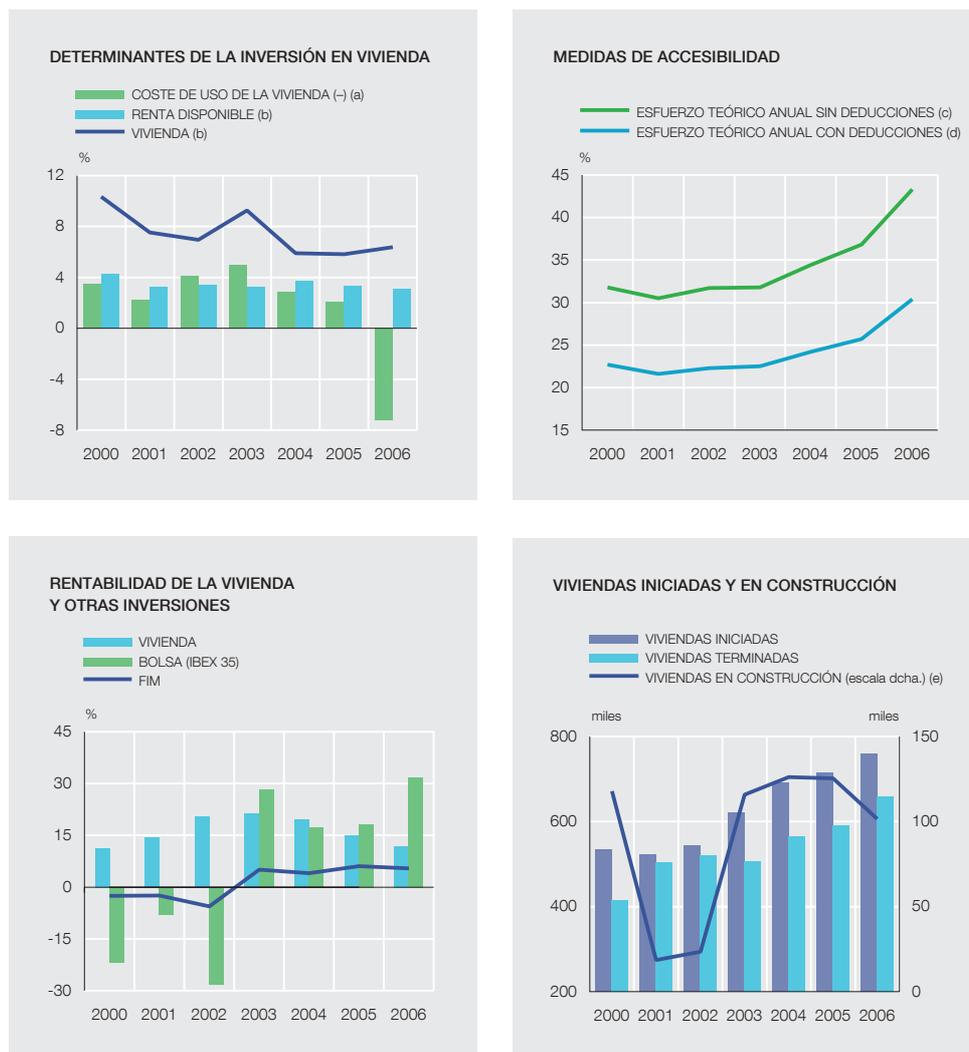
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- 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.

namismo pudo deberse, en parte, a la entrada en vigor del Código Técnico de la Edificación, que introduce requerimientos adicionales para las nuevas viviendas que se visen a partir de octubre de 2006, pues esto podría haber impulsado el adelanto de algunos proyectos. De hecho, desde ese mes se viene apreciando una desaceleración de los visados de viviendas nuevas.

Aumentó nuevamente la necesidad de financiación de los hogares.

En conjunto, la demanda de los hogares en bienes y servicios de consumo se mantuvo relativamente pujante en 2006 en comparación con la renta disponible, lo que se tradujo en un descenso de la tasa de ahorro. El impacto del menor ahorro sobre la necesidad de financiación del sector se vio, además, incrementado por el ritmo todavía elevado que mostró la inversión en vivienda. De esta forma, la necesidad de financiación de los hogares aumentó 0,5 pp del PIB, hasta el 2,2%, contribuyendo, por tanto, a que se ampliaran las necesidades de financiación de la nación.



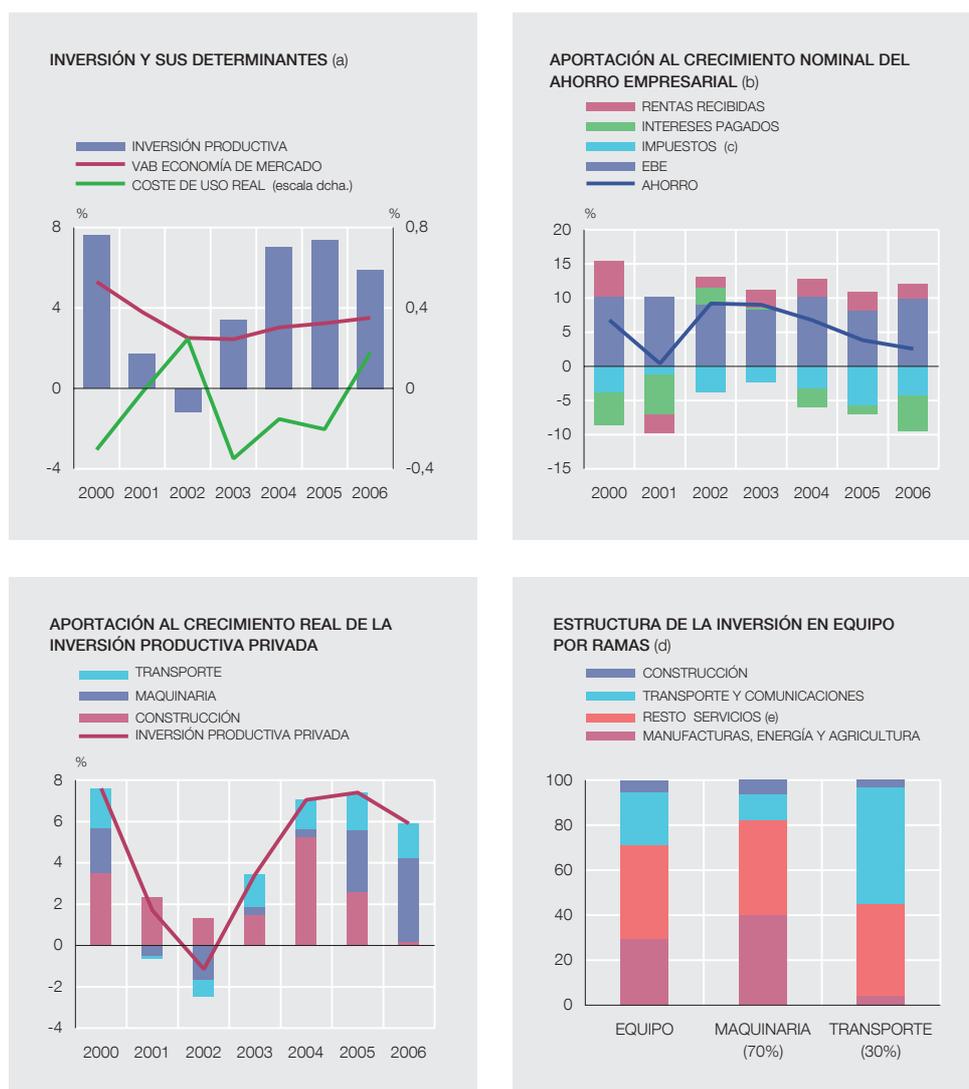
FUENTES: INE, Ministerio de Vivienda y Banco de España.

- 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.

Se produjo un fuerte incremento de la inversión pública.

La demanda de las Administraciones Públicas estuvo, sobre todo, orientada a los gastos de inversión, mientras que los gastos de consumo final estuvieron algo más contenidos. Estos últimos continuaron desacelerándose en términos reales con respecto a las tasas de años anteriores, aunque se mantuvieron por encima del crecimiento del PIB real. Esta ralentización vino marcada por la evolución de las compras netas de bienes y servicios, mientras que la remuneración de asalariados del sector mostró una evolución algo más expansiva. En todo caso, el consumo final —que es competencia en más del 80% de las Administraciones Territoriales— está muy ligado al gasto sanitario y al de educación, que presenta una elevada elasticidad respecto al crecimiento de la renta.

La inversión de las Administraciones Públicas se aceleró notablemente en el año 2006, hasta alcanzar un incremento del 17,1%, impulsada por el fuerte ritmo inversor de las Corporaciones Locales. En concordancia con el repunte de estos gastos, la licitación oficial mostró un gran dinamismo en 2006, especialmente acusado en la licitación de obra civil. Hay que seña-



FUENTES: INE y Banco de España.

- a. Tasas de variación real y variaciones del coste de uso real de la inversión.
- b. Ahorro bruto antes de distribuir dividendos.
- c. Incluye impuestos corrientes y otras transferencias corrientes netas.
- d. Datos correspondientes a 2003.
- e. Incluye servicios de mercado y no de mercado.

lar que a la aceleración de la licitación contribuyeron, no solo las Administraciones Públicas, sino también algunas empresas públicas del grupo del Ministerio de Fomento, cuya inversión no se contabiliza, en su mayor parte, como inversión pública, sino dentro del sector de sociedades no financieras. Estas inversiones se enmarcan dentro del Plan Estratégico de Infraestructuras y Transporte 2005-2020, con volúmenes de licitación destacables en el caso de AENA y del ADIF.

Y la inversión empresarial mantuvo un gran dinamismo, en especial, en bienes de equipo.

En el año 2006 continuó el dinamismo del proceso inversor de las empresas españolas, con un crecimiento, en términos reales, cercano al 6%, ligeramente inferior al del año precedente (véase gráfico 5.5). La pujanza de la inversión empresarial descansó por segundo año consecutivo en el componente de bienes de equipo, mientras que la inversión en construcción no residencial continuó su senda de desaceleración. Tras las caídas registradas en 2001 y 2002 y una cierta atonía posterior, la recuperación de la inversión en equipo ha sido especialmente

intensa en los dos últimos años y se ha reflejado en sus dos componentes —maquinaria y transporte—, pero en distinta magnitud. Así, mientras que el transporte ha mantenido un tono robusto en el período 2003-2006, la maquinaria inició su recuperación más tarde, pero con gran intensidad, siendo el motor de la expansión de la inversión en equipo en los dos últimos años. La inversión empresarial en bienes de equipo refleja la estructura productiva de la economía española, por lo que está concentrada en el sector de servicios (que representa un 70% de esa inversión) y, en menor medida, en el sector industrial (25%) (véase gráfico 5.5).

Esta evolución de la inversión productiva privada se ha sustentado en el dinamismo de la actividad, que ha contrarrestado el efecto negativo del endurecimiento de las condiciones financieras. En particular, el incremento de la actividad industrial ha impulsado una mayor utilización de la capacidad productiva, que se encuentra en niveles cercanos al máximo histórico. Por su parte, el coste de uso de capital en términos reales aumentó en 2006, como consecuencia del incremento de los tipos de interés, si bien, desde una perspectiva histórica más amplia, permanece en niveles reducidos.

Los resultados empresariales fueron satisfactorios y continuó aumentando la necesidad de financiación del sector.

Por último, los resultados económicos de las empresas españolas tuvieron un comportamiento bastante favorable durante el ejercicio 2006. Así, de acuerdo con las Cuentas no Financieras de los Sectores Institucionales, el excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras se aceleró, contribuyendo de forma significativa al ahorro de las empresas. No obstante, los recursos generados (una vez pagados los impuestos y antes de distribuir dividendos) muestran una ralentización en el último año, como consecuencia de la mayor carga financiera —derivada de la elevación de los tipos de interés y del creciente endeudamiento— (véase gráfico 5.5). Como consecuencia del crecimiento de la inversión empresarial, en el año 2006 se produjo una nueva ampliación de las necesidades de financiación del sector empresarial no financiero, hasta el 8,1% del PIB, y un aumento de la financiación recibida. Los incrementos en la ratio de endeudamiento y en la carga financiera suponen una mayor exposición a cambios en las condiciones financieras. De hecho, en los dos últimos años se ha registrado un empeoramiento del indicador de presión financiera sobre la inversión.

## 2.2 LA DEMANDA EXTERIOR

La recuperación de las exportaciones permitió una mejora de la contribución del sector exterior al crecimiento del producto.

En 2006 se produjo una ruptura en la trayectoria de creciente deterioro que venía mostrando la demanda exterior neta desde 2002, apreciándose una notable corrección de su aportación al crecimiento del producto, que pasó de -1,7 pp. en 2005 a -1 pp en 2006. Detrás de esta mejora se encuentra la recuperación de las exportaciones de bienes y servicios, que aumentaron un 6,2% en 2006 en términos reales, tras varios años de avances moderados, compensando, en parte, el fuerte impulso de las importaciones (8,4%).

La aceleración de las exportaciones en 2006 —tanto de bienes (5,6%) como de servicios (7,5%)— se produjo en un entorno internacional muy expansivo (véase gráfico 5.6). Así, el crecimiento de los mercados de exportación se intensificó, hasta alcanzar una tasa en torno al 8% —entre las mayores de esta década—, impulsado por la continuada pujanza de los países del sudeste asiático, del centro y este de Europa, y de algunas de las principales economías latinoamericanas y, muy especialmente, por el afianzamiento de la recuperación económica de los países de la zona del euro, que constituyen nuestros principales mercados.

La expansión de las exportaciones se extendió a todas las áreas...

En este contexto, la aceleración de las ventas al exterior tuvo un carácter generalizado. Por áreas geográficas, las ventas extracomunitarias fueron las más expansivas (12,1%), destacando el incremento de las exportaciones destinadas a América Latina, Estados Unidos y Rusia. Por el contrario, las que se dirigieron a los países asiáticos tendieron a moderarse, tras los favorables resultados de la primera mitad del año. Las ventas a los mercados europeos fueron



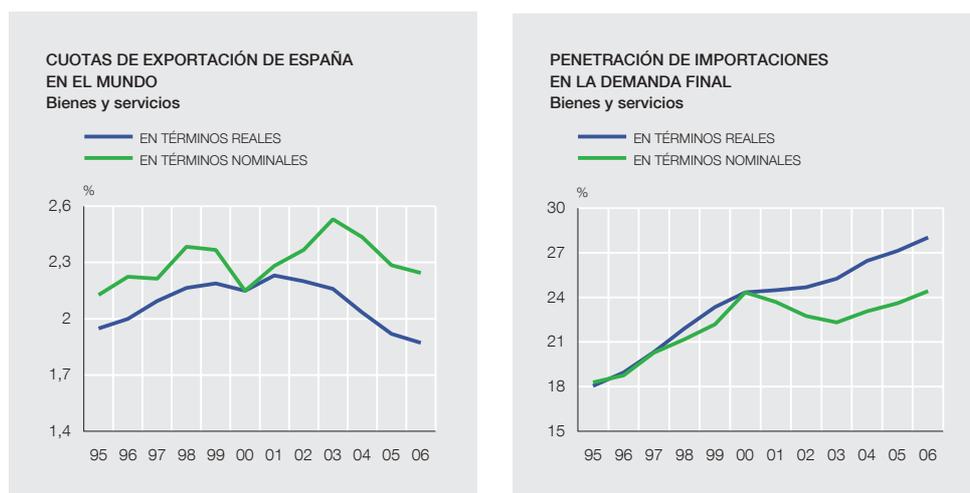
FUENTES: FMI, OCDE, INE y Banco de España.

- 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, y los negativos, una ganancia.
- d. Media del crecimiento del PIB de los principales países de procedencia del turismo español, ponderados según la importancia relativa del número de visitantes.
- e. Tipo de cambio efectivo real, medido con precios de consumo, frente a la OCDE.
- f. Cociente entre el deflactor de las importaciones españolas y el índice de precios industriales.

cobrando vigor a medida que avanzaba el ejercicio, superando los descensos observados en 2005.

aunque las cuotas de exportación registraron un nuevo retroceso, de intensidad inferior a la del año anterior.

Con todo, la expansión de las exportaciones españolas fue inferior a la de las importaciones mundiales, lo que condujo a un retroceso de la cuota de los productos españoles, por tercer año consecutivo, aunque de magnitud sensiblemente inferior a la observada en los ejercicios anteriores (véase gráfico 5.7). Esta trayectoria de las cuotas de exportación es común a la que se aprecia en otros países desarrollados, que han experimentado un retroceso generalizado de su presencia en los mercados internacionales, a medida que las economías emergentes desplegaban su potencial de oferta. En el caso de España, junto con la evolución desfavorable de los indicadores de competitividad-precio, que se analizan más adelante en este capítulo, se aprecian algunas carencias específicas en la estructura de las exportaciones, que siguen estando excési-



FUENTES: FMI, OCDE, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Economía y Hacienda.

vamente concentradas en sectores y mercados maduros, con una demanda poco dinámica. En particular, destacan la escasa proyección de los productos españoles en los mercados asiáticos o la excesiva dependencia de la industria del automóvil, donde, a la debilidad de la demanda en los años más recientes, se suman también presiones competitivas crecientes de los países de Europa del Este y de las economías emergentes de Asia. Con todo, en los dos últimos años comienzan a despuntar algunos sectores como la confección, la producción farmacéutica o la electrónica de consumo, que, de consolidarse, podrían favorecer una mayor diversificación de las exportaciones hacia segmentos de mercado con elevado potencial de expansión. En 2006, además, otros sectores, como la metalurgia o los bienes de equipo, también tuvieron un buen comportamiento, alentados por el afianzamiento de la recuperación industrial en Europa y por el proceso de capitalización que están llevando a cabo las economías emergentes.

Los ingresos por turismo crecieron a un ritmo modesto, en contraste con la expansión del número de turistas.

Los ingresos por turismo registraron por segundo año consecutivo un crecimiento real moderado, que se aproximó al 2%, tras la revisión metodológica que experimentó la contabilización de esta rúbrica en las cuentas nacionales y en la balanza de pagos (véase el monográfico *La Balanza de Pagos en 2006*, para más detalle). Este resultado contrasta con el dinamismo de la afluencia de turistas extranjeros, que aumentaron un 4,5%, en línea con el avance del turismo mundial y que se encuentra relacionado con la mejora de las economías europeas —que constituyen nuestros principales clientes— y con la incertidumbre geopolítica que atravesaron algunos competidores relevantes en el segmento de «sol y playa» —como Turquía—. Sin embargo, como viene siendo habitual en los últimos años, el incremento del número de turistas no se trasladó con igual intensidad a los ingresos turísticos, debido al cambio estructural que está experimentando el turismo mundial. En este sentido, el desarrollo de las compañías aéreas de bajo coste y el acceso a nuevas formas de organización del viaje están propiciando que el turista medio viaje al extranjero con mayor frecuencia, pero en estancias más cortas, con la consiguiente reducción del gasto medio por turista. Además, en el caso de la economía española, el descenso del gasto por turista se ve acentuado por el impulso que ha cobrado en los años recientes el turismo residencial y el turismo alojado en establecimientos de carácter no reglado, cuyo gasto en destino presenta considerables dificultades de medición.

Los servicios no turísticos mantuvieron un comportamiento expansivo en 2006.

Las exportaciones de servicios no turísticos se aceleraron en 2006, hasta el 13,7% (frente al 7,3% del año anterior), en un contexto de creciente dinamismo de los intercambios mundiales de servicios. Este resultado refleja una evolución muy favorable de los servicios de transporte

de viajeros y mercancías, en línea con el comportamiento de las exportaciones de bienes y de las entradas de turistas extranjeros, así como de los servicios prestados a las empresas.

Las importaciones continuaron creciendo con intensidad.

En el conjunto de 2006 las importaciones aumentaron a un ritmo notable, el 8,4% (1,4 pp más que en el promedio de 2005), sustentadas en la fortaleza de la demanda final y en el despegue de la actividad industrial. Estos factores, junto con la evolución moderada de los precios relativos de importación, contribuyó a que el peso de las importaciones sobre la demanda final siguiera incrementándose, con lo que se ha aproximado a los registros de los países con mayor propensión importadora del área del euro, que suelen ser economías de dimensión más reducida y, por tanto, con un mayor grado de apertura.

Por productos, las importaciones de productos intermedios no energéticos fueron las más dinámicas, en línea con la fortaleza de algunas actividades industriales que presentan una elevada dependencia de consumos intermedios importados. Además, la moderación de precios explica el comportamiento expansivo de las importaciones textiles y la pujanza de productos de electrónica de consumo, relacionados con el desarrollo de la sociedad de la información. En cambio, las compras de bienes de equipo ralentizaron su avance real hasta el 3,2%, debido al descenso de las adquisiciones de material de transporte, en contraste con el abultado incremento del ejercicio anterior, mientras que las importaciones de maquinaria mantuvieron un comportamiento muy positivo —especialmente las relacionadas con equipos de telecomunicaciones, aparatos eléctricos y aparatos de precisión—, lo que es coherente con el dinamismo de la inversión en equipo.

Las importaciones reales de servicios truncaron la tónica expansiva de los años anteriores.

Los pagos reales turísticos crecieron un 6,9% en el conjunto de 2006, muy por debajo de las tasas superiores al 20% que habían mantenido en los dos años previos, si bien en el último trimestre del año recobraron cierto dinamismo, en un contexto de apreciación del euro. No obstante, se aceleraron de forma notable las importaciones de servicios no turísticos, hasta el 10,6%, destacando, al igual que en la vertiente exportadora, el dinamismo de los servicios de transporte de viajeros y mercancías, así como los servicios prestados a las empresas.

### **3 La actividad**

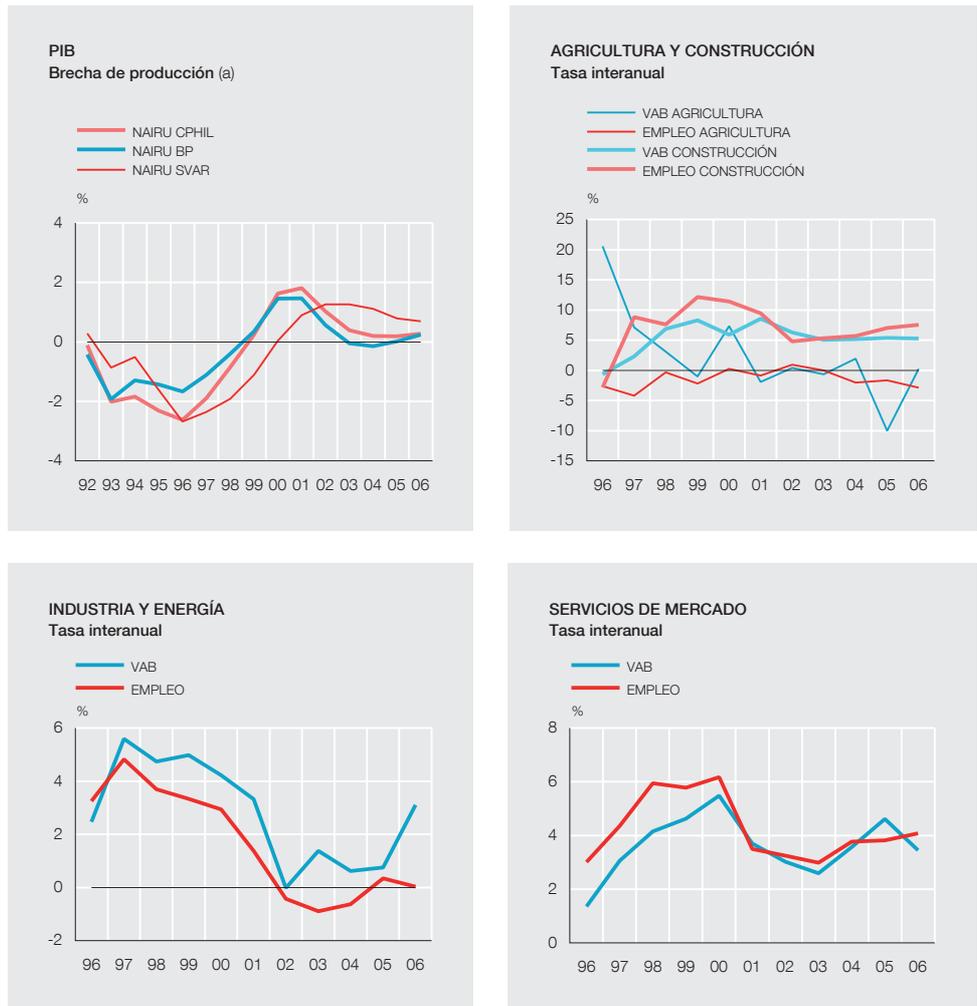
Prosiguió el dinamismo de la actividad, en línea con las estimaciones realizadas de crecimiento potencial.

La economía española mantuvo un gran dinamismo en el año 2006, en línea con el elevado crecimiento potencial estimado para el PIB durante los últimos años (véase gráfico 5.8). Este avance de la capacidad de crecimiento económico se asocia tanto a la mayor acumulación de capital productivo, consecuencia de la pujanza de la inversión empresarial, como, sobre todo, al aumento del empleo potencial, que fue resultado, a su vez, de los descensos registrados en la tasa de paro estructural (NAIRU) y del sostenimiento de la apreciable expansión de la población en edad de trabajar que se viene registrando en los últimos años.

La actividad industrial se vio impulsada por la recuperación de las exportaciones.

La economía de mercado experimentó un avance del 3,5%, por debajo del incremento en el total de la economía, aunque esa es la tasa más elevada registrada por las ramas de mercado desde 2001. En este impulso, como se verá más adelante, el protagonismo correspondió a la rama industrial, aunque también hay que destacar el papel de las ramas agrarias y pesquera. En efecto, si se consideran los 0,4 pp que estas últimas sustrajeron al crecimiento económico en 2005, su aportación nula en 2006 ha de interpretarse como un elemento positivo. Este mejor comportamiento de la agricultura vino motivado por la presencia de una climatología algo más favorable, principalmente en invierno, aunque las lluvias de primavera, las más relevantes en términos de producción agraria, fueron escasas.

Para la industria española, el año 2006 supuso el fin de un período de escaso crecimiento que se inició en 2002. Esta recuperación, a la que se dedica el recuadro 5.2, comenzó, en realidad, en el segundo semestre de 2005 y, aun cuando los factores que contribuyeron a ella



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

fueron diversos, tuvo como principal protagonista la recuperación de las ventas al exterior. El resultado fue un crecimiento de la actividad industrial del 3,1% en 2006, 2,4 pp más que el observado un año antes.

La construcción moderó su ritmo de avance, pero siguió mostrándose muy dinámica...

La construcción de viviendas y la ejecución de obra pública permitieron que en 2006 la actividad constructora siguiese inmersa en la prolongada fase de expansión que empezó en la segunda mitad de los años noventa. Así, a pesar del menor tono de la edificación no residencial, el VAB de esta rama aumentó un 5,3%, solo una décima menos que en 2005. La consecuencia del elevado dinamismo mostrado por esta rama en el último decenio es que ha incrementado apreciablemente su presencia en el conjunto de la economía española. En efecto, en 2006 la construcción representó el 10,9% del VAB nominal y el 13,9% de los ocupados del total de la economía, en torno a 4 pp más que lo observado en 1995.

mientras que los servicios de mercado se desaceleraron.

Los servicios de mercado fueron la rama que registró una mayor pérdida de dinamismo en 2006, en concreto 1,2 pp, con lo que su ritmo de crecimiento se redujo hasta el 3,4%. Dicha desaceleración se produjo, principalmente, como consecuencia del menor tono del consumo en 2006, que afectó, en particular, al sector comercial.

En el período 2001-2005, la industria española presentó una marcada atonía a causa de diversos factores, entre los que destacaron la competencia de los productos extranjeros —sobre todo en aquellos productos más intensivos en mano de obra—, que se dejó sentir tanto dentro como fuera de nuestras fronteras, y el menor dinamismo de nuestros mercados de exportación. La pérdida de empuje de la inversión en bienes de equipo también había tenido un efecto negativo sobre la producción industrial nacional. En 2005, el crecimiento de la producción industrial fue escaso (0,1%, según el Índice de Producción Industrial, IPI) y, además, se basó, exclusivamente, en industrias con un contenido tecnológico medio-bajo, mientras que en las ramas de intensidad tecnológica alta o medio-alta —sectores fundamentales para impulsar el crecimiento y la competitividad en un contexto de globalización económica— la producción descendió respecto a 2004 (véase gráfico 1).

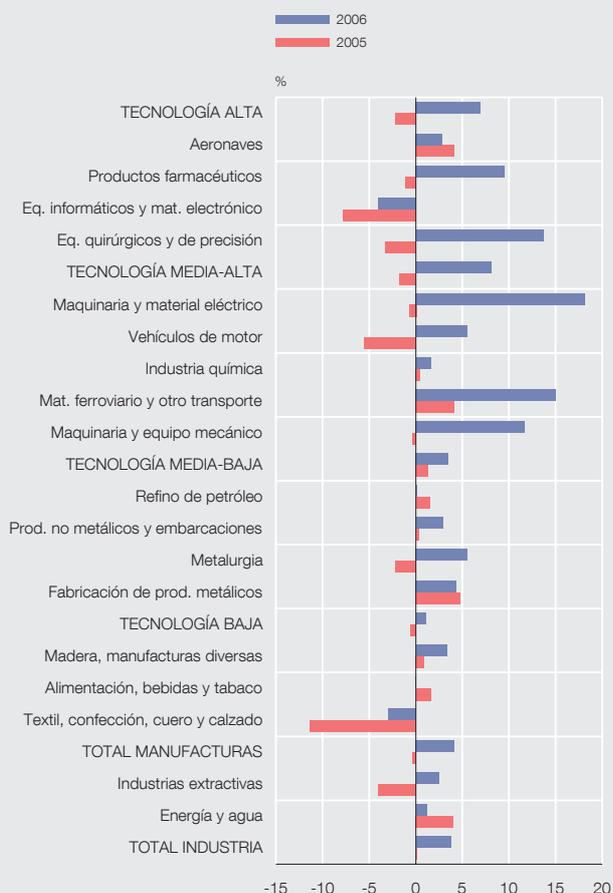
La recuperación de la actividad industrial en 2006 —con un crecimiento de la producción del 3,7%, según el IPI— tuvo su germen en la segunda mitad de 2005, tomando fuerza en el transcurso del año y alcanzando un carácter generalizado. En concreto, el 63% de los grupos industriales registró una expansión en 2006, mien-

tras que el 67% aceleró su producción, cifra que es una de las más elevadas de los últimos 25 años. Además, la recuperación de la actividad industrial mostró una composición más adecuada en términos de intensidad tecnológica, al concentrarse el mayor dinamismo en las industrias con un nivel tecnológico alto y medio-alto, en contraste con la contracción que habían experimentado un año antes.

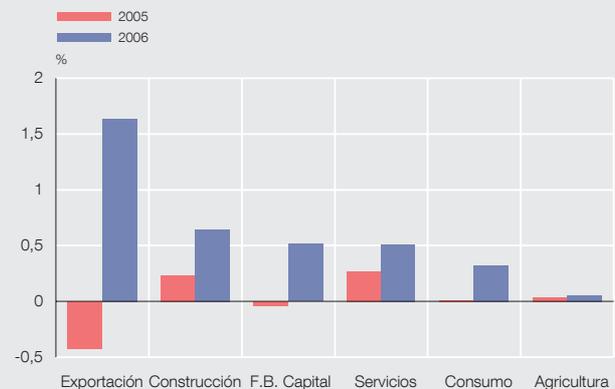
El análisis de la producción industrial, considerando el destino de sus bienes (véase gráfico 2), ofrece una visión esclarecedora de los factores que han intervenido en la recuperación de la industria. En primer lugar, cabe destacar la positiva contribución de los distintos tipos de demanda a los que suministra bienes la industria nacional, frente a las caídas de producción que se registraron en 2005 en los productos destinados a exportaciones y a formación bruta de capital. En este sentido, en todos los destinos se registró un dinamismo superior al observado en el año anterior. Las exportaciones constituyeron el principal motor del impulso experimentado por la industria en 2006, al explicar el 43% del crecimiento de la producción industrial, cifra más relevante si se considera que la participación de los productos que se exportan en el total se sitúa alrededor del 36%. Respecto al resto de destinos, los demanda-

1 PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Crecimiento de la producción según su intensidad tecnológica



2 CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL SEGÚN EL DESTINO DE LOS BIENES



3 PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Crecimiento en España y en la UEM



FUENTES: Banco de España, Eurostat e INE.

dos por el sector de la construcción, el conjunto de los servicios y la formación bruta de capital nacional aportaron cada uno en torno al 15% del crecimiento total, mientras que los productos cuyo destino es el consumo final nacional lo hicieron en un 9%, aproximadamente.

La expansión industrial en 2006 no fue un fenómeno específico de España, sino que se ajustó estrechamente al comportamiento del sector industrial del área del euro (véase el gráfico inferior derecho), tal y como ha venido sucediendo en los últimos lustros. De hecho, el coeficiente de correlación lineal entre los ritmos de crecimiento de su valor añadido bruto es bastante elevado, con un valor de 0,8 en los últimos 15 años. Junto con la revitalización de la economía del área del euro, el mayor dinamismo mostrado por el comercio extracomunitario también favoreció el crecimiento de las manufacturas en España.

El incremento del valor añadido industrial en 2006 no se reflejó en una mayor generación de puestos de trabajo. Así, el ritmo de crecimiento del empleo pasó del 0,3% en 2005 a ser prácticamente nulo en 2006. La consecuencia más directa del estancamiento del empleo industrial fue el aumento de la productividad aparente en gran parte de sus ramas de actividad, de forma que en el conjunto de la industria se incrementó en un 3,1% en 2006 (medida en puestos de trabajo equivalente), frente al reducido 0,4% de 2005.

El fuerte incremento de la productividad permitió, además, que el ritmo de avance de los costes laborales unitarios se moderara significativamente, de manera que esta medida de la competitividad industrial dejó de presentar un comportamiento más expansivo que el de nuestros socios comerciales, lo que había sido un rasgo característico de la evolución de este sector en los últimos años. Esta mejora no se reflejó en una moderación significativa de los precios, sino en una ampliación de los márgenes.

#### 4 El mercado de trabajo

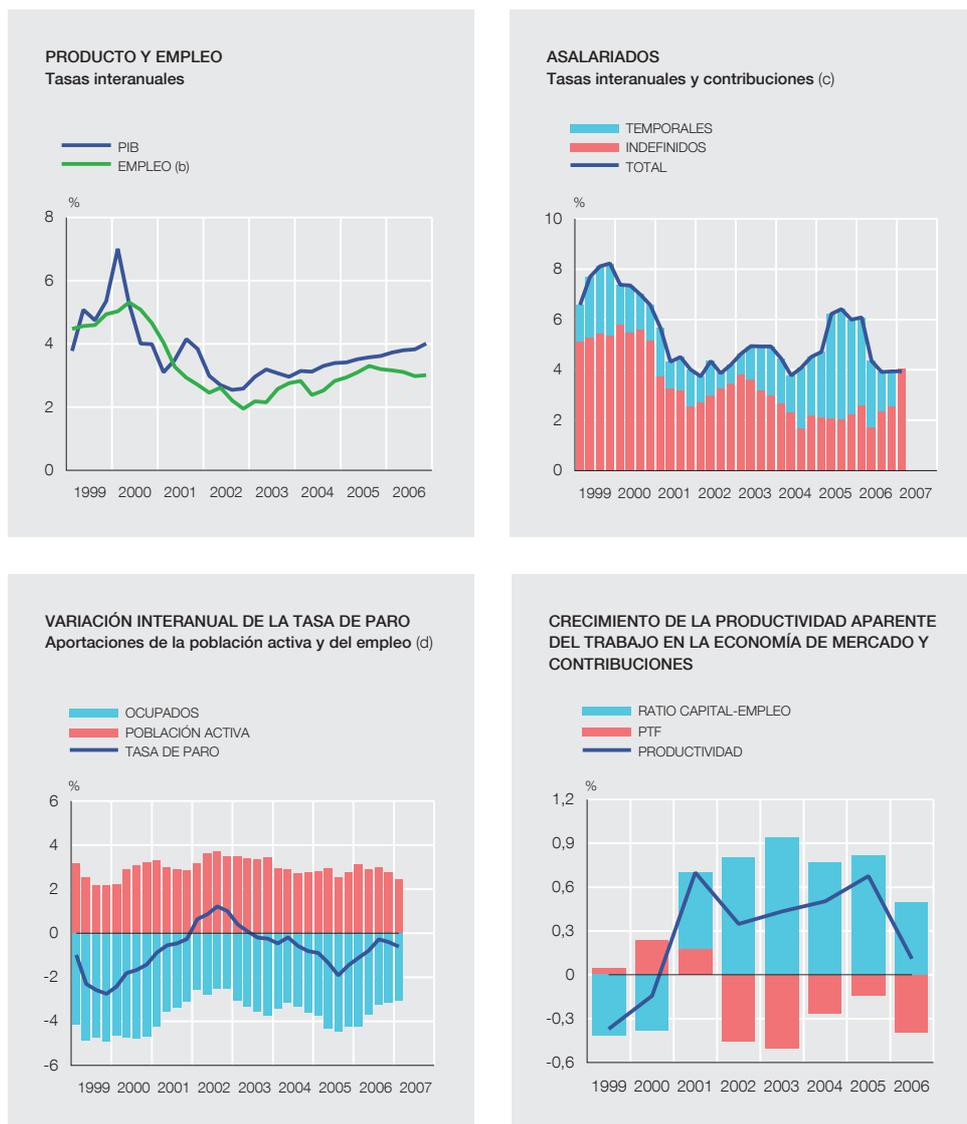
El empleo mantuvo una evolución muy próxima a la de la actividad.

En 2006, el empleo volvió a acelerarse en la economía de mercado, manteniendo una evolución muy próxima a la de la actividad económica. En términos de la CNTR, el ritmo de creación neta de empleo<sup>1</sup> fue del 3,4%, 0,2 pp por encima del registrado en 2005, mientras que en el total de la economía el empleo estabilizó su ritmo de variación en el 3,1% (véase gráfico 5.9). La productividad aparente del trabajo en la economía de mercado mantuvo el escaso vigor de períodos precedentes, con una tasa de variación del 0,1%. Atendiendo a su descomposición, esta evolución vino explicada por una desaceleración en la ratio capital-empleo, a pesar del fuerte incremento de la inversión, y por una contribución negativa de la productividad total de los factores estimada (PTF), en línea con su evolución en los cinco últimos años. Resulta complicado, no obstante, avanzar un diagnóstico preciso sobre las causas de esta evolución. La estimación de la PTF puede estar sujeta a errores de medida relativamente elevados y también verse afectada por cambios en la composición de los factores productivos por sectores, niveles educativos o intensidad tecnológica, que seguramente han sido significativos en la economía española en los últimos años. Esto podría sugerir que el descenso continuado de la PTF obedece, en parte, a causas transitorias, derivadas del fuerte incremento de la población activa y del patrón de crecimiento, aunque también apuntaría a algunas debilidades en cuanto a la calidad de los factores productivos de la economía española y a las características de su tejido empresarial (véase recuadro 5.3).

El crecimiento del empleo volvió a concentrarse en la construcción y los servicios.

El patrón de crecimiento del empleo en 2006 a nivel sectorial fue muy similar al observado en los últimos años, de modo que la creación de puestos de trabajo se concentró en la construcción y en los servicios. De hecho, en la agricultura y en la industria la evolución de los ocupados fue más negativa que en 2005, con una caída del empleo del 2,9% en las ramas agrarias y un crecimiento nulo en las industriales, a pesar de la fuerte recuperación de la actividad registrada en estas últimas. En la construcción, por su parte, el empleo volvió a acelerarse, hasta registrar un crecimiento medio del 7,5%, al igual que en los servicios de mercado (4,1%), donde, según la EPA, destacó el repunte observado en las ramas de comercio, hostelería y actividades inmobiliarias y servicios empresariales.

1. 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.

La ratio de temporalidad se redujo levemente en el último trimestre del año.

La creación de empleo en 2006, según los datos de la EPA, volvió a ser más intensa entre los asalariados con contrato temporal, si bien en la última parte del año se observó una recuperación del empleo estable, ligada al proceso extraordinario de bonificación a las conversiones de contratos temporales en indefinidos que introdujo la última reforma laboral, que se haría más patente en el primer trimestre de 2007, cuando la ratio de temporalidad disminuyó hasta el 32%, 2 pp menos que en la media de 2006.

La inmigración y la participación femenina sostuvieron el dinamismo de la oferta de trabajo...

Por lo que respecta a la oferta de trabajo, la incorporación de población al mercado laboral mantuvo en 2006 un vigor similar al de años anteriores. Este aumento se basó en el sostenido crecimiento de la población en edad de trabajar y en el nuevo incremento de la tasa de participación. Según la EPA, la población mayor de 16 años creció un 1,6%, y la tasa de participación se elevó casi 1 pp, hasta el 58,3%. La contribución de la inmigración al aumento de la

El tejido empresarial español está caracterizado por un tamaño reducido de las empresas y por unas bajas tasas de creación y, especialmente, destrucción de empresas<sup>1</sup>. El comportamiento diferencial de la productividad de estos tipos de empresas (pequeñas, entrantes y salientes) puede generar efectos composición que afecten de forma significativa a la tasa de crecimiento de la productividad agregada. En este recuadro se analiza esta cuestión a partir de la Base de Datos de Demografía Empresarial del Banco de España<sup>2</sup>, que combina la información estadística del Directorio Central de Empresas (DIRCE) y la Central de Balances-Registros Mercantiles del Banco de España (CB). Estos datos, que se encuentran disponibles a nivel individual de empresa, permiten realizar una descomposición contable del crecimiento de la productividad y calcular la contribución de las empresas ya establecidas, así como de la entrada y salida de empresas<sup>3</sup>. Las empresas establecidas pueden contribuir a la evolución de la productividad de dos maneras diferentes: en primer lugar, a través del crecimiento de su propia productividad y, en segundo lugar, mediante la reasignación de los recursos productivos de las empresas menos productivas hacia las más productivas. Por su parte, las nuevas empresas contribuirán de manera positiva (negativa) al crecimiento agregado de la productividad siempre que entren en el mercado con un nivel de productividad superior (inferior) al nivel medio de las empresas ya establecidas. Por último, cuando las empresas salientes se cuenten entre las menos (más) productivas del mercado, su cierre contribuirá de forma positiva (negativa) al crecimiento agregado de la productividad.

El análisis de esta información pone en evidencia que en España, al igual que en otros países desarrollados, la contribución de las empresas ya instaladas a través, principalmente, del crecimiento de su productividad es el motor del crecimiento agregado de esta variable (véase la primera columna del cuadro adjunto). Esta aportación positiva se ve parcialmente compensada por una productividad de las nuevas empresas inferior a la media de las ya instaladas<sup>4</sup>, lo que resulta coherente con una situación en la que las empresas de nueva creación inician su actividad con un nivel de productividad reducido, que aumenta conforme la empresa acumula experiencia y aprendizaje. Finalmente, se observa una contribución negativa de las empresas salientes, resultado que es difícil de explicar desde un punto de vista teórico<sup>5</sup>.

El patrón de crecimiento descrito, correspondiente al total de la economía, esconde diferencias por sectores. En la industria y los servicios las empresas establecidas son las que más contribuyen al crecimiento de la productividad, pero en el sector industrial las empresas nuevas tienen una productividad aproximadamente igual a la de las ya establecidas, incluso desde su primer año de actividad, lo que sugiere que las inversiones iniciales son relativamente importantes en este sector. Por su parte, en el sector de la construcción las empresas ya establecidas presentan una contribución nula.

En cuanto a las diferencias entre las empresas, según su tamaño, se encuentran dos resultados de gran interés. En primer lugar, la contribución

1. Véase Núñez (2004), «Salida, entrada y tamaño de las empresas españolas», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España. 2. Para una descripción más detallada de esta base de datos, véase López-García y Puente, *Firm Productivity Dynamics in Spain*, Documento de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación. 3. Para una descripción más detallada de esta metodología véase Foster, Haltiwanger y Krizan, *Aggregate productivity growth: Lessons from microeconomic evidence*, NBER Working Paper 6803.

4. Estos resultados ya han sido puestos en evidencia en estudios empíricos similares realizados en España. Para las empresas manufactureras, véase, por ejemplo, Jimeno y Sánchez (2006), «La dinámica de la productividad de la industria española», en Segura (ed.), *La productividad en la Economía Española*. 5. Esta contribución negativa ha de interpretarse con cautela, dada la posibilidad de que las empresas salientes menos productivas tengan menores incentivos a proporcionar sus datos al Registro Mercantil, lo que puede sesgar artificialmente los datos hacia empresas salientes más productivas.

#### DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD POR EMPLEADO Variaciones anuales, en miles de euros (base 2000). Promedio 1996-2003

	Total economía (a)	Industria	Servicios (b)	Construcción
CRECIMIENTO TOTAL	-0,14	0,53	-0,24	-0,64
Debido a:				
Crecimiento de las empresas ya establecidas (a)	1,29	1,66	1,00	-0,02
Con 20 empleados o menos	0,20	0,19	0,25	-0,11
Con más de 20 empleados	1,09	1,47	0,75	0,09
Reasignación pesos entre empresas (b)	-0,28	-0,33	-0,15	-0,05
Contribución de empresas entrantes (c)	-0,76	-0,04	-0,90	-0,95
Con 20 empleados o menos	-0,65	-0,44	-0,62	-0,57
Con más de 20 empleados	-0,12	0,40	-0,28	-0,38
Contribución de empresas salientes (d)	-0,40	-0,76	-0,19	0,39
Con 20 empleados o menos	0,28	0,21	0,28	0,26
Con más de 20 empleados	-0,67	-0,97	-0,47	0,12

FUENTE: Base de Datos de Demografía Empresarial del Banco de España.

- La contribución es positiva cuando las empresas aumentan su propio nivel de productividad.
- La contribución es positiva cuando existe una reasignación de recursos hacia empresas más productivas que la media.
- La contribución es positiva cuando las empresas que entran tienen un nivel de productividad mayor al de la media.
- La contribución es positiva cuando las empresas que salen tienen una productividad menor al de la media.

bución positiva de las empresas ya instaladas viene causada en su mayor parte por el crecimiento de las empresas grandes, ya que las pequeñas presentan una aportación mucho menor tanto en el agregado como por sectores. En segundo lugar, las grandes empresas presentan un nivel de productividad mayor entre las entrantes y entre las salientes<sup>6</sup>. Dicha diferencia de comportamiento por tamaño es especialmente importante en las empresas entrantes en la industria.

6. Hay que tener en cuenta que las fusiones y escisiones de empresas ya establecidas se cuentan como salidas y entradas, normalmente de empresas grandes.

Es difícil extraer relaciones causales a partir de un análisis exclusivamente contable. No obstante, los resultados anteriores sugieren una vía por la que la estructura empresarial específica de nuestro país —caracterizada por un reducido tamaño de las empresas— puede estar ralentizando el crecimiento de la productividad. En efecto, la contribución más importante al crecimiento de la productividad se debe al crecimiento de las empresas ya establecidas. Y es precisamente en este colectivo donde las diferencias entre empresas grandes y pequeñas son mayores, siendo la contribución de las empresas pequeñas ya establecidas muy reducida.

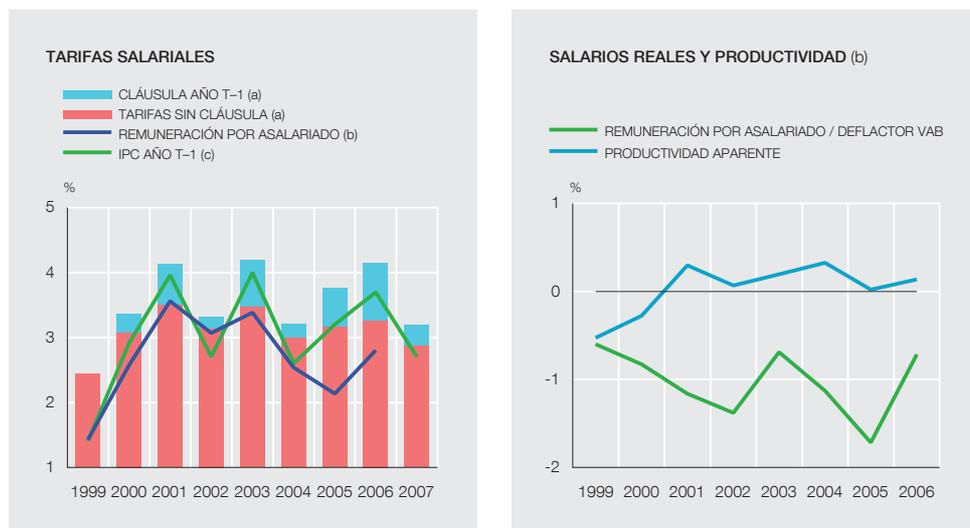
y el desempleo volvió a reducirse.

oferta de trabajo continuó siendo decisiva. La población inmigrante mayor de 16 años aumentó en 522.000 personas, con un ritmo de incremento del 16,8%, lo que explica dos tercios del crecimiento de la oferta laboral en 2006. Por sexos, el crecimiento de la participación en el mercado laboral fue más intenso en el colectivo femenino, cuya tasa de actividad se incrementó en 1,4 pp, hasta el 48% en 2006, mientras que en los hombres la tasa de actividad aumentó 0,3 pp, hasta el 69,1%.

El dinamismo de la ocupación permitió una reducción adicional del desempleo en 2006, a pesar del vigor mantenido por la población activa. En concreto, el número de desempleados se redujo un 3,9%, tras la abultada caída del año anterior, y la tasa de paro disminuyó 0,7 pp, alcanzando un nivel medio del 8,5%, el más bajo desde finales de la década de los años setenta (véase gráfico 5.8). Esto supuso, además, que la tasa de paro española convergiera a la tasa media que presentan los países de la UEM. Asimismo, continuó el proceso de disminución de la incidencia del desempleo de larga duración, que cayó 3,3 pp, hasta el 25,6%. Las estimaciones disponibles indican que el componente estructural del desempleo se ha reducido en una cuantía similar en 2006, manteniéndose aún ligeramente por encima de la tasa de desempleo observada. No obstante, en términos históricos, esta evolución supone una acusada reducción de la tasa de desempleo estructural, o NAIRU, desde los niveles superiores al 15% de hace una década. Este descenso está relacionado con las diferentes reformas laborales llevadas a cabo desde la década de los años noventa, si bien en el período más reciente se han producido caídas adicionales sin cambios sustanciales en las instituciones del mercado laboral, por lo que cabría relacionarlos con el importante *shock* de oferta que ha representado la inmigración.

Los salarios repuntaron en 2006...

En cuanto a la evolución salarial, los incrementos pactados en la negociación colectiva se situaron en el 3,2% en 2006, reflejando, al menos parcialmente, el repunte de la inflación en la primera parte del año, como puede observarse en el gráfico 5.10. Este incremento salarial estaría por encima del margen implícito definido en el renovado Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva (AINC), que, en principio, relaciona incrementos salariales por encima de la referencia nominal del 2% con incrementos de productividad, que, como se comentó antes, han sido reducidos en 2006. Además, en los convenios de nueva firma, el incremento medio se elevó hasta el 3,4%, reflejando con más intensidad la elevada tasa de inflación observada en los primeros meses del año. La desviación de la inflación en 2005 respecto de las previsiones oficiales (1,7 pp) se trasladó al crecimiento de los salarios de 2006 mediante la activación de las cláusulas de salvaguarda, con un impacto estimado de 0,9 pp sobre los costes laborales en 2006.



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

- a. Información de convenios colectivos registrados hasta marzo de 2007.  
 b. Economía de mercado.  
 c. Tasa interanual de diciembre.

aunque la remuneración por empleado siguió mostrando tasas más moderadas.

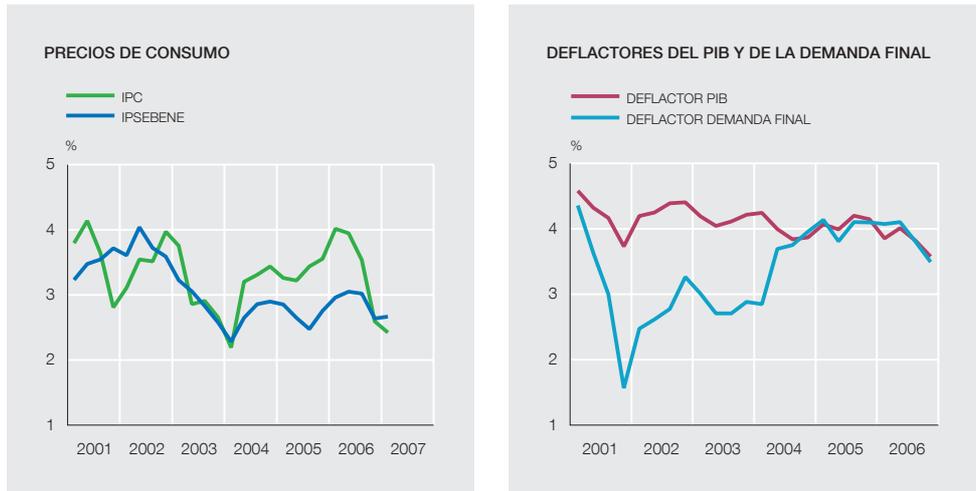
Sin embargo, el repunte en los salarios negociados y el efecto de las cláusulas de salvaguarda no se reflejaron totalmente en la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado en la economía de mercado, que se elevó 0,7 pp, hasta el 2,8%, debido al mantenimiento de una significativa deriva salarial<sup>2</sup> negativa, superior a 1 pp en 2006. Esta deriva se relaciona, en principio, con un efecto de composición, basado en que el nuevo empleo creado —en particular, para atender el incremento de la oferta laboral producido por la inmigración y por la progresiva incorporación de las mujeres al mercado de trabajo— tiene, en promedio, salarios inferiores a los observados en los empleos existentes. Aunque el mantenimiento de esta deriva salarial negativa en los últimos años estaría proporcionando una cierta flexibilidad salarial al mercado laboral español, las instituciones laborales y, en particular, el sistema de negociación colectiva han permanecido inalterados en este período, limitando el alcance de esa mayor flexibilidad sobre el núcleo del mercado.

En términos reales, los costes laborales soportados por las empresas<sup>3</sup> se redujeron en 2006, como se muestra en el gráfico 5.10, algo que, como en años anteriores, contribuyó al buen comportamiento del empleo. No obstante, conviene reseñar que la moderación salarial en términos reales está siendo compatible con incrementos nominales de los salarios por encima de los registrados en los países de nuestro entorno. Por otra parte, aunque el crecimiento de la remuneración por ocupado en 2006 fue similar al registrado por el IPC, para los sectores de la economía cubiertos por la negociación colectiva, los incrementos salariales —incluyendo las cláusulas de revisión— fueron, en general, superiores a la inflación observada.

## 5 Los precios y los costes

En 2006, la inflación continuó mostrando niveles elevados —3,5%, en media anual, según el índice de precios de consumo (IPC), y 3,6%, en términos del índice armonizado de precios de consumo (IAPC)—, algo superiores a los alcanzados en los años anteriores. Además, los precios

2. Definida como la diferencia entre el incremento de la remuneración por asalariado de la CNTR y el incremento de las tarifas salariales acordadas en la negociación colectiva, incluyendo el efecto de las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación. 3. Es decir, utilizando como índice de precios el deflactor del valor añadido.



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Tasas de crecimiento interanuales.

se aceleraron en mayor medida que en la UEM, con lo que el diferencial de inflación —medido con el IAPC— se amplió a 1,4 pp en la media del año, el máximo desde el inicio de la unión monetaria. El proceso inflacionista en 2006 estuvo marcado por el mayor dinamismo de los costes laborales, una nueva ampliación de los márgenes de explotación de las empresas españolas y, sobre todo, por el incremento de los precios de importación, particularmente los del petróleo. En cualquier caso, los principales índices de precios y deflatores fueron recortando su ritmo de avance a lo largo del año, a medida que el precio del crudo disminuyó, mejora que se extendió a los meses iniciales de 2007.

El IPC se fue moderando conforme avanzaba el año...

El IPC mantuvo tasas de crecimiento en el entorno del 4% durante el primer semestre de 2006, moderando su crecimiento con posterioridad, de forma que en abril de 2007 el IPC alcanzó un ritmo de avance del 2,4% (véase gráfico 5.11). La reducción de la tasa de inflación a lo largo del año fue más intensa en España que en la UEM, de modo que el diferencial en abril de 2007 se situó en 0,6 pp. Por su parte, el IPSEBENE se incrementó un 2,9% en 2006, dos décimas por encima del año precedente, si bien la desaceleración que registró en el segundo semestre permitió cerrar el año con una variación interanual del 2,5%, cifra que se repetiría en abril de 2007.

en línea con la evolución del precio del crudo.

Esta evolución del IPC, con alzas significativas hasta el verano y una acusada desaceleración posterior, estuvo muy ligada a la de los precios de importación, particularmente los de los productos energéticos. En el promedio del año, la cotización del petróleo tipo Brent aumentó 11 dólares respecto a 2005, hasta 65 dólares por barril, llegando a superar su precio máximo histórico en los primeros días de agosto; sin embargo, en los últimos meses de 2006, el abaratamiento del crudo y la apreciación del euro redujeron notablemente el componente energético del IPC. Con todo, la traslación de las subidas de precios del petróleo hacia el resto de precios fue relativamente limitada, con la salvedad de los precios de los combustibles y de los servicios de transporte. En comparación con la UEM, el mayor protagonismo de los combustibles en la cesta de bienes del índice de precios español y el menor peso de los impuestos fijos que gravan esos combustibles provocan que, ante cambios en los precios del petróleo, las variaciones de los precios de los combustibles y, por tanto, de los índices de precios sean mayores en España que en la zona del euro. Esto explica el fuerte incremento del diferencial con la UEM que se registró a comienzos de 2006 y su intensa

desaceleración posterior. Por su parte, los precios energéticos regulados mostraron mayores ritmos de avance que en el año anterior, en un contexto de encarecimiento de la materia prima.

El IPSEBENE registró también un menor ritmo de avance.

La moderación de los precios de importación no energéticos, favorecida por la trayectoria del euro, también repercutió sobre el IPSEBENE, aunque la reducción del ritmo de crecimiento fue menor que la del IPC y, además, se concentró en el último trimestre de 2006. Dentro de este, los precios de los alimentos elaborados reflejaron la moderación de los precios industriales y de importación de este tipo de bienes, destacando la desaceleración sustancial del precio del aceite, favorecido por el notable aumento de la producción interior. En sentido contrario, se produjo un aumento impositivo sobre el tabaco, con el fin de disuadir su consumo, que se trasladó a los precios finales. Los precios de los bienes industriales no energéticos se beneficiaron de la moderación de los precios de importación, en un contexto de crecimiento estable de los precios interiores de este tipo de bienes, mientras que los precios de los servicios continuaron mostrando una elevada rigidez y aumentaron un 3,9% en el conjunto del año. Por último, las tasas de crecimiento de los alimentos no elaborados registraron una cierta tendencia alcista, aunque en un contexto de elevada variabilidad.

La desaceleración de precios se extendió al conjunto de la demanda final.

El deflactor de la demanda final aumentó un 3,9% en el conjunto de 2006, ligeramente por debajo del correspondiente al año anterior, reflejando los menores avances de los deflatores de la construcción y de las exportaciones, que compensaron la trayectoria de los bienes de consumo y de otros bienes de inversión. El deflactor de la construcción reflejó la menor pujanza de los precios de la vivienda y de los costes de la obra civil. Por último, el deflactor del gasto en consumo final de los hogares evolucionó de forma similar al IPC, y el de los bienes de equipo acusó el encarecimiento de los precios interiores de este tipo de bienes, pese al abaratamiento de los precios de los productos importados.

Se registró una menor inflación interior, pese al repunte de los costes laborales y la ampliación de márgenes.

La inflación de origen interior, aproximada por el deflactor del PIB, aumentó un 3,8% en 2006, tres décimas por debajo de 2005. Una trayectoria similar registraron los deflatores del VAB del conjunto de la economía y de la economía de mercado, que moderaron su ritmo de crecimiento, hasta el 3,5% en ambos casos. La ralentización del deflactor del VAB de la economía de mercado se produjo en un contexto de aceleración de los costes laborales por unidad de valor añadido, reflejo de un crecimiento más intenso de la remuneración por ocupado (véase gráfico 5.12). En conjunto, la desaceleración del deflactor y el repunte de los costes laborales hicieron que los márgenes se ampliaran a un ritmo menor que en los ejercicios anteriores.

La aceleración de costes laborales se debió a los servicios de mercado.

Por ramas de actividad, el comportamiento de los costes laborales unitarios (CLU) fue relativamente dispar. De hecho, el repunte de los costes laborales observado en el total de la economía de mercado se debe, fundamentalmente, a la rama de servicios de mercado, en la que la mayor remuneración por asalariado y la menor productividad aparente del trabajo provocaron una aceleración de casi tres puntos en el coste laboral por unidad de valor añadido, tras el crecimiento particularmente bajo registrado en 2005. La aceleración de los costes laborales en este sector, sin embargo, no se trasladó a precios: el deflactor del VAB en la rama de servicios de mercado se mantuvo en el 3%, al igual que en 2005, con lo que los márgenes de este sector se estabilizaron. Las demás ramas presentaron en 2006 tasas de crecimiento de los CLU inferiores a las de 2005, que permitieron que la moderación de sus deflatores fuera compatible con una nueva ampliación de márgenes.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

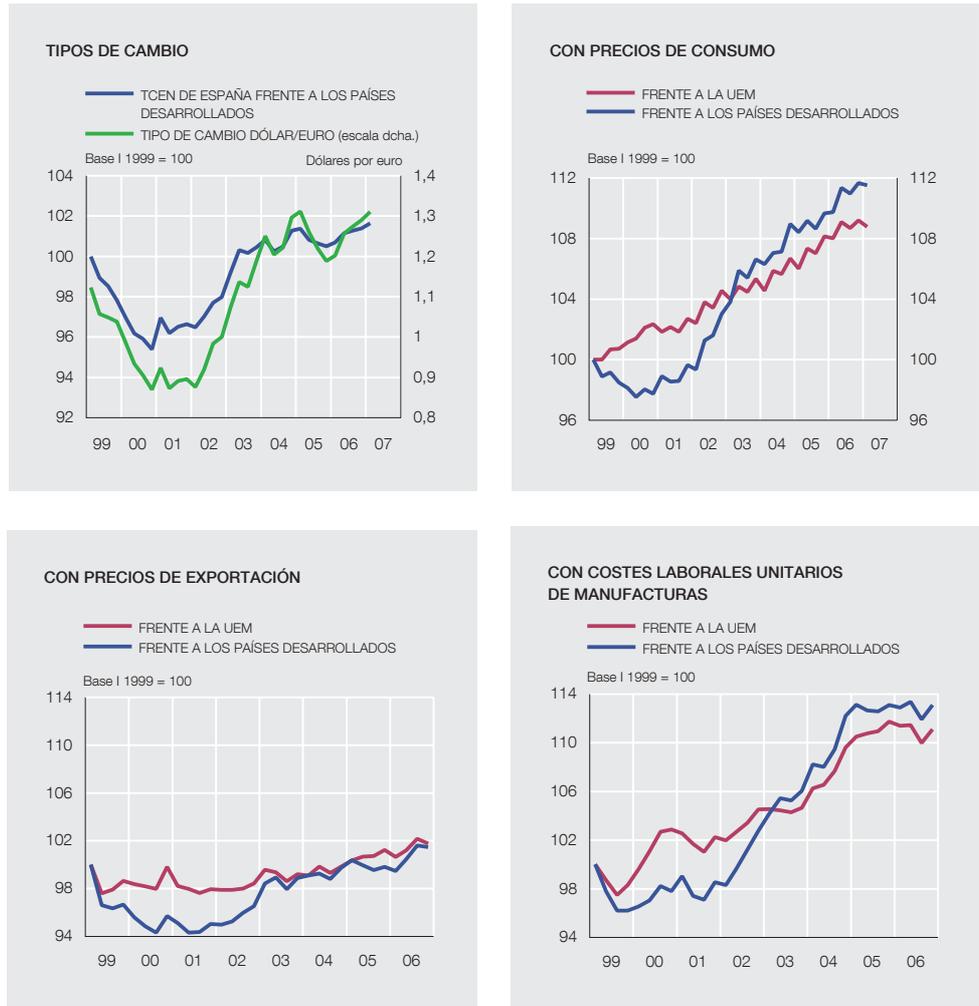
Persisten algunos riesgos en el comportamiento de los precios y costes relativos frente al exterior.

En el ámbito de los precios y de los costes relativos, los índices de competitividad-precio registraron en 2006 un nuevo empeoramiento, que se hizo extensivo a la mayoría de los índices y áreas geográficas (véase gráfico 5.13). Fuera del área del euro, las pérdidas de competitividad-precio se vieron acentuadas por la nueva apreciación del euro frente al dólar y otras divisas. Dentro de este panorama, el rasgo más favorable fue la moderación de los índices de competitividad medidos con costes laborales unitarios en las manufacturas, que refleja el significativo avance de la productividad en la mayoría de las actividades industriales. Esto ha permitido recomponer los márgenes de beneficio del sector, que habían mostrando un retroceso significativo en los primeros años de la presente década (véase cuadro 5.3).

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

La necesidad de financiación de la nación aumentó de nuevo.

La necesidad de financiación de la economía española continuó ampliándose durante 2006, hasta situarse en el 7,8% del PIB, 1,3 pp más que el año anterior. Este nuevo deterioro del saldo exterior —que se ilustra en el gráfico 5.14— obedeció, fundamentalmente, al incremento del déficit por cuenta corriente, que se situó en el 8,5% del PIB y, en menor medida, al descenso del superávit por operaciones de capital, que redujo dos décimas su peso en el PIB, hasta el 0,7%. En cualquier caso, el ritmo de aumento fue inferior al observado en los años anteriores debido al repunte de las exportaciones y a la mejora de la relación real de intercambio. El déficit del comercio de bienes incrementó 0,6 pp su peso en el PIB, la mitad de lo observado en 2005, hasta situarse en el 8,1%.



FUENTE: Banco de España.

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

El superávit turístico continúa reduciéndose, mientras que el déficit de otros servicios permanece estabilizado.

Durante 2006, y por sexto año consecutivo, el superávit turístico continuó perdiendo peso, hasta situarse en el 3% del PIB. La merma en la capacidad de este saldo para compensar los desequilibrios comerciales se encuentra relacionada con el moderado avance que están mostrando los ingresos en los años recientes, mientras que el peso de los pagos en el PIB presenta un ascenso continuado. Sin embargo, los pagos no han alcanzado los niveles observados en otras economías de tamaño similar, que, como España, constituyen importantes mercados de destino turístico y, por tanto, con menores incentivos para la salida de residentes al exterior, lo que sugiere que esos gastos podrían tener todavía un cierto recorrido al alza.

En cuanto al resto de los servicios, tanto las exportaciones como las importaciones completaron el año con aumentos muy significativos (del 17,1% y 15,4%, respectivamente), propiciando un nuevo incremento del peso de estas operaciones en el conjunto de las relaciones con el exterior, aunque su saldo permaneció estabilizado en el -1,1% del PIB nominal, por tercer año consecutivo. En ambas vertientes destacó un comportamiento muy expansivo de los servicios de transporte de viajeros y mercancías, así como de los servicios prestados a las empresas.

	Media 1993- 1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>TOTAL ECONOMÍA</b>									
1 Márgenes de exportación de bienes y servicios (1.1/1.2)	1,0	-1,9	4,4	-1,3	-2,2	-3,1	-0,8	2,1	1,2
1.1 Deflactor de exportaciones de bienes y servicios	3,0	0,0	7,3	1,8	0,7	-0,2	1,6	4,3	3,9
1.2 Costes laborales unitarios total economía	2,1	1,9	2,8	3,2	2,9	3,0	2,5	2,2	2,7
2 Margen unitario total economía (a)	1,3	0,7	0,6	1,0	1,4	1,1	1,5	1,8	1,1
3 Rentabilidad relativa de las exportaciones (1/2)	-0,4	-2,5	3,7	-2,3	-3,5	-4,2	-2,3	0,2	0,1
ESPAÑA/UE-15									
4 Márgenes relativos de exportación frente a UE-15 (4.1/4.2)	1,3	0,1	2,0	0,5	0,8	0,5	-0,6	1,4	-0,4
4.1 Deflactores de exportación de bienes y servicios relativos	2,1	0,5	3,2	0,9	0,9	0,7	0,6	2,0	1,0
4.2 Costes laborales unitarios total economía relativos	0,8	0,4	1,2	0,4	0,1	0,2	1,2	0,5	1,4
<b>MANUFACTURAS</b>									
1 Márgenes de exportación de bienes (1.1/1.2)	1,8	0,0	3,8	-2,0	-3,6	-4,7	-1,3	0,8	5,1
1.1 Precios de exportación de manufacturas	3,0	-1,7	4,8	-0,1	-1,0	-1,9	0,6	3,7	4,8
1.2 Costes laborales unitarios en la industria	1,1	-1,7	1,0	2,0	2,7	3,0	1,9	2,9	-0,3
2 Margen unitario en las manufacturas (a)	1,8	2,2	1,4	0,1	0,1	-1,2	1,1	0,3	3,2
3 Rentabilidad relativa de las exportaciones (1/2)	0,1	-2,2	2,4	-2,1	-3,7	-3,5	-2,3	0,4	1,9
ESPAÑA/UE-15									
4 Márgenes relativos de exportación frente a la UE-15 (4.1/4.2)	0,5	1,3	-1,2	-2,0	-1,8	-2,9	-3,1	-2,5	1,2
4.1 Precios de exportación de manufacturas relativos	2,1	-0,7	0,8	-2,3	-1,0	-0,5	-0,3	1,0	1,6
4.2 Costes laborales unitarios en la industria relativos	1,7	-2,0	2,0	-0,3	0,8	2,4	2,8	3,6	0,4

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

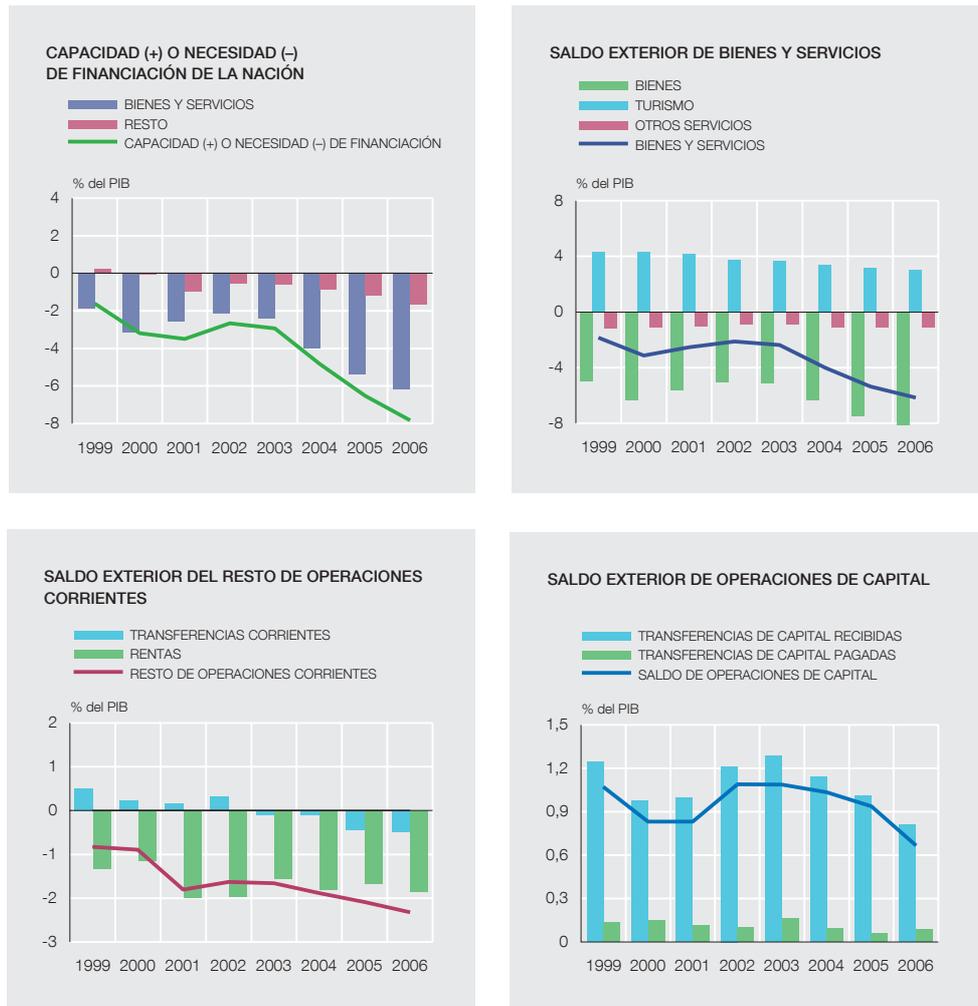
a. Inversa de la participación de los asalariados (en la industria) en el PIB (VAB industrial).

El déficit de rentas prosiguió ampliándose a un ritmo moderado.

A pesar del continuo aumento del endeudamiento exterior de la economía española, que situó su posición de inversión internacional con un saldo deudor próximo al 58% del PIB al cierre de 2006, el déficit de rentas de inversión amplió solo una décima su peso en el PIB, hasta el 1,8% del PIB. Desde la óptica de la Balanza de Pagos, que permite un análisis más desagregado de esta rúbrica, se aprecia un aumento significativo del saldo deficitario de las rentas vinculadas a inversiones en cartera, que continuaron siendo la principal fuente de financiación de la economía española. Este resultado refleja el creciente endeudamiento en el exterior de las instituciones financieras residentes, para financiar la expansión del crédito a las familias y empresas residentes. Pero, al mismo tiempo, el endeudamiento exterior de las entidades financieras también está permitiendo canalizar fondos hacia algunos proyectos de inversión internacional de las empresas españolas, cuyos rendimientos contribuyen a frenar la tendencia deficitaria de esta rúbrica.

El aumento de las remesas de emigrantes propició un incremento del déficit de la balanza de transferencias corrientes.

Las transferencias corrientes netas se saldaron en 2006 con un déficit del 0,5% del PIB, prolongando la tónica de los últimos años. Los ingresos volvieron a mostrar aumentos muy moderados, debido a la ralentización de los fondos comunitarios asignados en concepto de FEOGA-Garantía y al descenso de los correspondientes al Fondo Social Europeo. En cambio, los pagos siguieron creciendo a un ritmo elevado, como consecuencia del aumento de las remesas de emigrantes, que representan ya el 0,7% del PIB, en consonancia con el importante avance de la población inmigrante en los últimos años. Finalmente, el superávit de las

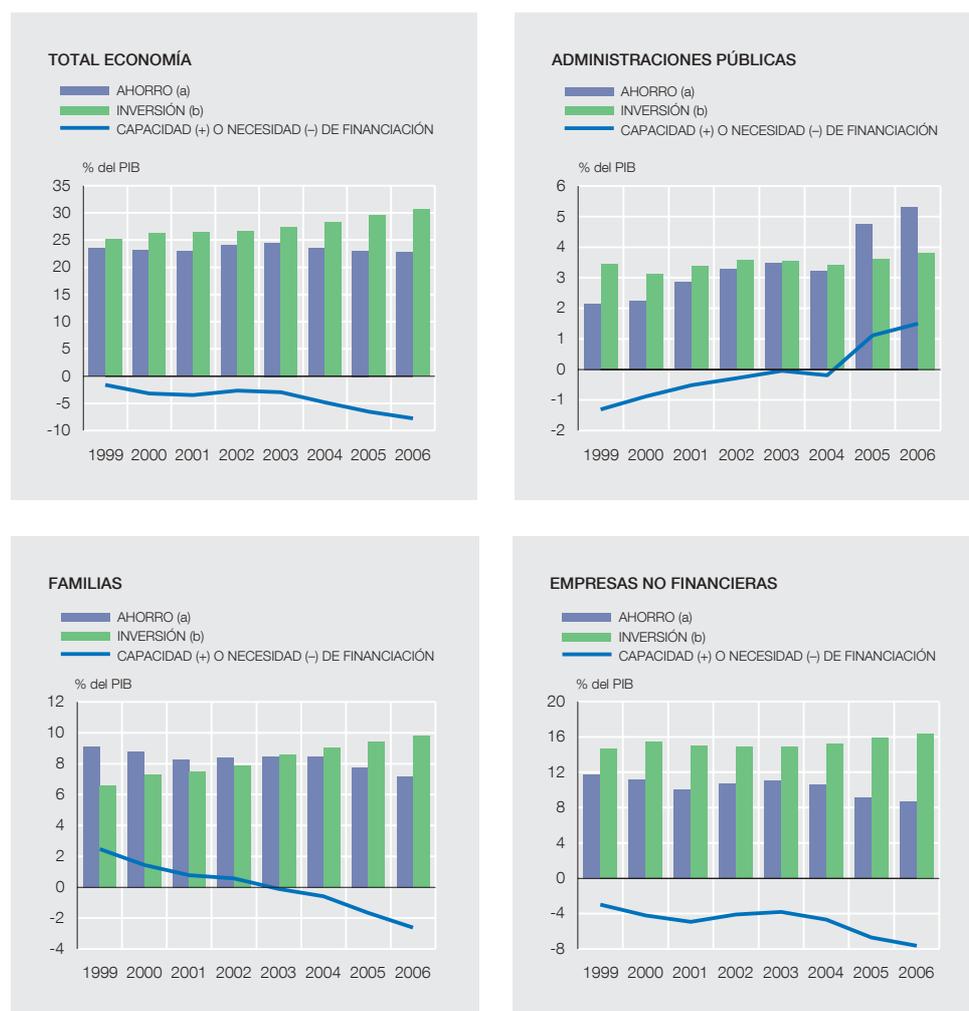


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

operaciones de capital aminoró dos décimas su peso en el PIB, hasta el 0,7%, debido al descenso que han venido mostrando las transferencias comunitarias desde la ampliación de la UE en 2004 y que resulta especialmente significativa en el caso del FEDER, la partida de mayor entidad.

El aumento de la tasa de inversión siguió impulsando el aumento de las necesidades de financiación.

El incremento del déficit de financiación de la economía española fue consecuencia de un nuevo impulso de la inversión, que incrementó su participación en el PIB 1,1 pp, hasta el 30,6% —superando ampliamente a la observada en otros países de la UEM—, mientras que la participación en el producto del ahorro nacional bruto registró un leve descenso, hasta situarse en el 22,8% (véase gráfico 5.15). Todos los sectores contribuyeron al dinamismo de la inversión, con incrementos de 0,4 pp del PIB en la formación bruta de capital tanto de familias como de empresas no financieras, y de 0,3 pp en el caso de las AAPP. El aumento de la tasa de inversión nacional en 2006 se ha asentado más en los componentes de equipo e infraestructuras —con un impacto más directo sobre la capacidad productiva de la economía— que en la inversión residencial, lo que constituye un rasgo favorable, ya que augura un aumento de la capacidad de respuesta de la oferta y de freno a la filtración de las presiones de demanda hacia el exterior. Desde el punto de vista del ahorro, en cambio, se observó una ligera disminución de 0,3 pp en el de las familias y una caída más significativa (de 1,1 pp) en la proporción que representa el ahorro de las sociedades no financieras en el



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

PIB, mientras que el ahorro público se incrementó de forma notable (1 pp). En consecuencia, el aumento de la necesidad de financiación de la nación en 2006 se explica por el mayor saldo deudor de las familias, que se elevó al 2,2% del PIB, medio punto porcentual más que el año anterior, y de las empresas no financieras, que repuntó 1,4 pp, hasta el 8,1% del PIB. La mejora del superávit presupuestario en siete décimas compensó parcialmente el efecto de las decisiones de ahorro e inversión del sector privado sobre la necesidad de financiación de la nación.



## La evolución financiera en España

En 2006 se redujo la holgura de las condiciones de financiación.

El cambio de tono de la política monetaria que se inició a finales de 2005 se tradujo en un incremento progresivo del coste de la deuda para el sector privado a lo largo de 2006, aunque los niveles alcanzados por este evidencian que las condiciones de financiación continuaron siendo holgadas. Los aumentos registrados en los tipos de interés del mercado monetario se han ido trasladando puntualmente al precio de los créditos bancarios, mientras que el coste de la emisión de instrumentos de renta fija a largo plazo por parte de las sociedades no financieras se elevó en menor medida. En cambio, el coste de los recursos propios empresariales se mantuvo relativamente estable, ya que el comportamiento expansivo de las cotizaciones bursátiles se vio aproximadamente compensado por el crecimiento de los dividendos.

La riqueza de las familias volvió a aumentar, aunque a un ritmo inferior, ...

La riqueza neta de las familias siguió aumentando como consecuencia tanto del incremento de las tenencias de activos financieros y reales como de su revalorización. El ritmo, sin embargo, fue menor que en años anteriores, como resultado del comportamiento del precio de la vivienda. Más concretamente, el valor de los inmuebles se desaceleró de manera sostenida a lo largo de todo el ejercicio y terminó creciendo, en tasa interanual, un 9,1% en diciembre, casi 4 puntos porcentuales (pp) menos que al cierre del año anterior. La ralentización fue, además, bastante generalizada tanto en lo que se refiere a la distinción entre viviendas nuevas y usadas como en cuanto a su distribución geográfica. En los primeros meses de 2007, el crecimiento de esta variable se redujo prácticamente otros 2 pp, prolongando el proceso de normalización ordenada de las condiciones en este mercado.

y su deuda se desaceleró ligeramente.

La desaceleración de la riqueza y el incremento del coste de financiación contribuyeron a moderar algo el avance del gasto de los hogares y de sus pasivos, aunque estos siguieron aumentando a un ritmo elevado (próximo al 19%). Por componentes, la tasa de variación de los fondos para adquisición de vivienda se redujo ligeramente, pero se elevó la del resto de las finalidades, comportamientos ambos que suponen un cambio de patrón con respecto al ejercicio precedente. El crecimiento del crédito por encima de los ingresos hizo que se prolongara un año más el perfil ascendente de la ratio de deuda sobre renta bruta disponible (RBD), cuyo efecto expansivo sobre la carga financiera asociada vino a sumarse al derivado de la subida de los tipos de interés. En este contexto, volvió a contraerse la capacidad de financiación de las familias.

La deuda de las empresas, por el contrario, se aceleró.

En el caso de las empresas, en cambio, la normalización de las condiciones de financiación no impidió un mayor dinamismo del gasto en inversiones reales y financieras, apoyado en un creciente recurso a operaciones de endeudamiento. El ritmo de expansión de los fondos ajenos del sector se elevó por encima del 28%, lo que determinó un nuevo crecimiento de la ratio de deuda sobre resultados. Esta evolución, junto con el incremento del coste de los fondos, se tradujo en un ascenso adicional de la proporción de las ganancias que se destinan a cubrir los gastos financieros. El comportamiento favorable de la actividad de las sociedades evitó que estos desarrollos se reflejaran en un retroceso de sus beneficios netos, que se mantuvieron en los mismos niveles de 2005.

Las mayores necesidades de financiación impulsaron la actividad de los mercados financieros,

La solidez de la posición financiera de las entidades de crédito, apoyada en unos confortables niveles de rentabilidad y solvencia, facilitó que estas pudieran seguir atendiendo la demanda creciente de crédito por parte de familias y empresas. Los depósitos aumentaron notablemente, pero continuaron siendo insuficientes para financiar la expansión del activo y fue preciso recurrir a las emisiones de renta fija para cubrir la diferencia. Los títulos emitidos estu-

ron ligados en una proporción elevada a los préstamos hipotecarios y volvieron a ser el principal vehículo para canalizar las necesidades de fondos de la nación.

En esta misma línea, aumentó la actividad en los mercados financieros españoles, de manera más acusada en el caso de los primarios y, dentro de estos, en los de renta fija. Los inversores institucionales, por el contrario, intermediaron un volumen de recursos inferior al del año precedente.

Se mantienen algunos factores de riesgo relacionados con el endeudamiento del sector privado.

En definitiva, durante 2006 se produjeron algunos desarrollos positivos relacionados con la posición financiera de las familias. Así, el precio de la vivienda continuó desacelerándose suavemente, en línea con un escenario de normalización gradual del mercado inmobiliario. Además, se redujo la tasa de expansión del crédito para adquisición de vivienda, aunque la moderación del crecimiento de la financiación se vio frenada por un renovado auge de los préstamos para consumo. El mantenimiento del dinamismo del consumo y la inversión residencial a medio y largo plazo requiere una mayor contención del ritmo de avance del endeudamiento de los hogares.

En el caso de las empresas, el avance de la deuda estuvo ligado, en parte, al repunte de las adquisiciones corporativas (véase recuadro 6.1). Estas operaciones constituyen una respuesta natural por parte de algunas compañías a la pérdida de dinamismo de los mercados en sus principales áreas de negocio. Además, contribuyen a una mayor diversificación sectorial y geográfica de sus intereses. Al mismo tiempo, sin embargo, elevan el grado de apalancamiento y, en algún caso, introducen un elemento adicional de incertidumbre asociado a la entrada en nuevas áreas de actividad. De todos modos, la situación financiera de las sociedades continuó siendo sólida, lo que, junto con las todavía holgadas condiciones de financiación, configura un entorno que sigue siendo propicio para un avance sostenido de la inversión productiva privada.

La solidez de la situación patrimonial de las entidades de crédito, por su parte, continúa constituyendo un importante elemento de fortaleza que limita el posible alcance de los riesgos de naturaleza financiera sobre las perspectivas macroeconómicas a medio plazo.

## **1 Los flujos financieros de la economía española**

Las necesidades de financiación de la economía española aumentaron...

Las necesidades de financiación de la economía española volvieron a incrementarse, de modo que el saldo deudor de sus operaciones financieras netas se situó en el 7,8% del PIB (véase gráfico 6.1). Esta evolución fue el resultado de un nuevo ascenso de la apelación al ahorro de otros sectores por parte de empresas y familias, que no se vio compensado por el aumento del superávit de las AAPP.

### **1.1 LOS HOGARES**

impulsadas por el comportamiento de los hogares...

A pesar de la menor holgura de las condiciones de financiación, los hogares continuaron expandiendo el gasto en consumo e inversión por encima de sus rentas, por lo que volvieron a aumentar sus necesidades de fondos, hasta alcanzar un importe equivalente al 1,5% del PIB.

El incremento de sus tenencias de activos financieros ascendió al 11,5% del PIB (1,5 pp más que un año antes), mientras que sus operaciones de pasivo alcanzaron un volumen equivalente al 13% del PIB (más de un punto porcentual por encima del dato de 2005), aunque mostraron cierta desaceleración (véase gráfico 6.2), ya que la tasa de variación interanual de la financiación creció un 19%, frente al 21% del ejercicio anterior. Este menor dinamismo se explica principalmente por la menor revalorización de los activos de las familias, que actúa como colateral de los préstamos, y por el aumento del coste de estos últimos. Ambos afectaron, sobre todo, a los fondos para la adquisición de vivienda, que, no obstante, continuaron creciendo a

En consonancia con lo observado en otros países de la zona del euro, las operaciones de adquisición de paquetes accionariales por parte de las empresas no financieras españolas mostraron un notable dinamismo en 2006, tras el incipiente repunte que se produjo en el ejercicio precedente. Así, el volumen de estas transacciones se aproximó el pasado año a los 95 mm de euros, frente a los 12 y 28 mm de euros registrados en 2004 y 2005, respectivamente<sup>1</sup>.

Como se aprecia en el gráfico 1, el vigor de esta actividad fue especialmente acusado en los sectores de construcción y servicios inmobiliarios y, en menor medida, en el de telecomunicaciones. Otro rasgo reseñable en este proceso es la importancia de las participaciones en compañías extranjeras, cuyo importe representó en el último ejercicio alrededor de la mitad del total de las adquisiciones. Además, una porción relevante de estas operaciones se ha producido en actividades distintas a la de la compañía adquirente. Este último fenómeno ha sido particularmente importante en el caso de las sociedades constructoras y de servicios inmobiliarios, en el que el 55% del volumen de las compras se dirigieron, durante el año pasado, hacia otras ramas productivas.

El auge de estas operaciones corporativas ha discurrido en paralelo con el notable dinamismo mostrado por la financiación de las sociedades no financieras, que a finales del pasado ejercicio crecía a tasas próximas al 30%, de modo que el flujo de fondos captados por este sector se situó, en términos netos, en torno a los 225 mm de euros (véase gráfico 2). De manera consistente con la distribución sectorial de las adquisiciones empresariales, la pujanza en la captación de recursos ajenos ha sido especialmente destacada en los sectores de construcción y servicios inmobiliarios.

La información disponible sugiere que las adquisiciones corporativas han tenido una contribución destacada, aunque difícil de

cuantificar con precisión, al crecimiento de la deuda de las sociedades no financieras. Así, una parte importante de las compras de mayor cuantía, para las que se dispone de más información, se ha financiado en un porcentaje elevado con nuevos créditos. Asimismo, la Encuesta de Préstamos Bancarios apunta que uno de los factores que han favorecido la expansión reciente de la demanda de estos pasivos por parte de las empresas ha sido la necesidad de financiar este tipo de inversiones. Finalmente, la ausencia de operaciones de ampliación de capital significativas hace improbable que, en términos agregados, una parte sustancial de los fondos pueda provenir de los recursos propios de las empresas adquirentes.

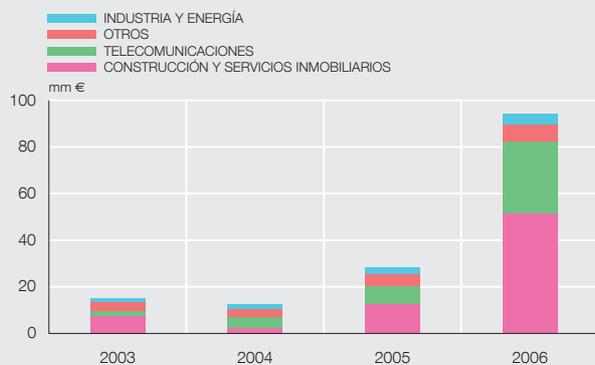
La pujanza reciente de las adquisiciones corporativas tiene algunas implicaciones importantes. Desde una perspectiva macroeconómica, estas operaciones no suponen, al menos de modo directo, una nueva inversión en capital físico y, por tanto, no aumentan la capacidad productiva de la economía, aunque indirectamente dicha capacidad podría aumentar a medio plazo si el cambio de propiedad propicia mejoras en la gestión. Lo que sí tiene lugar es una reestructuración de las fuentes de financiación de las sociedades, que se materializa en un mayor grado de apalancamiento. En consecuencia, se incrementa la exposición de estas empresas ante potenciales perturbaciones adversas que mermen su capacidad de generación de recursos o ante aumentos del coste de la financiación ajena<sup>2</sup>.

Desde un punto de vista microeconómico, la entrada en nuevas áreas de negocio o la expansión en nuevos mercados geográficos conlleva, lógicamente, un cierto componente adicional de incertidumbre. No obstante, supone también una mayor diversificación de la actividad de las empresas adquirentes y, por tanto, reduce su exposición a perturbaciones de carácter regional o sectorial.

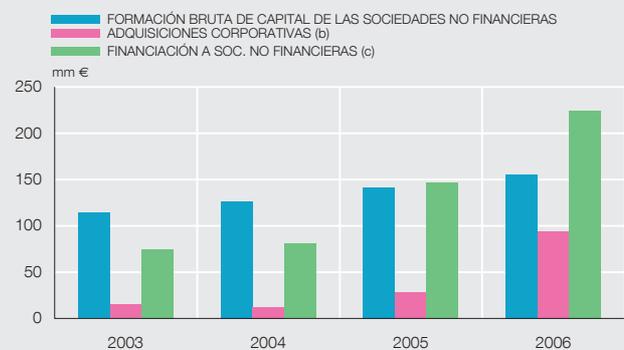
1. Estas cifras se obtienen mediante la agregación del valor de todas las operaciones de adquisición, recogidas en la base de datos Thomson One Banker, acometidas por sociedades no financieras españolas. En el caso de que la toma de participación haya sido conjunta con entidades financieras o sociedades extranjeras se ha considerado únicamente el porcentaje de la operación que corresponde a las sociedades no financieras españolas involucradas en la operación.

2. Esta exposición es menor cuando la operación se instrumenta a través de una entidad interpuesta (un SPV, Special Purpose Vehicle) y la deuda de esta última está respaldada exclusivamente por las acciones adquiridas y no por el conjunto de los activos de la sociedad no financiera adquirente. De acuerdo con los datos de Thomson One Banker, al menos un 30% de las adquisiciones en términos de volumen se habría instrumentado a través de SPV.

1 DESCOMPOSICIÓN DE LAS OPERACIONES CORPORATIVAS POR SECTOR DE LA SOCIEDAD ADQUIRENTE (a)



2 OPERACIONES CORPORATIVAS Y FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES

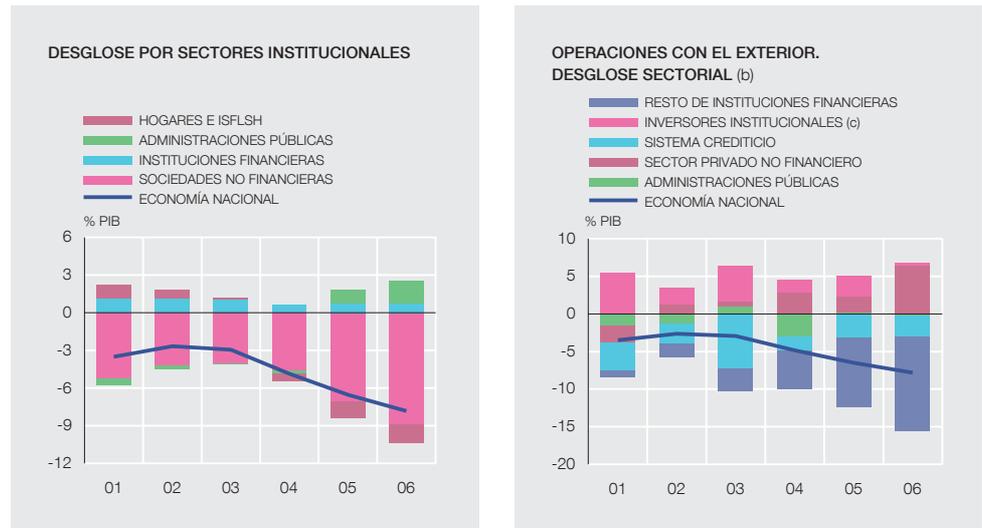


FUENTES: Thomson y Banco de España.

- a. Operaciones de adquisición de paquetes accionariales acometidas por empresas no financieras españolas.
- b. Flujo de operaciones corporativas realizadas por empresas no financieras españolas.
- c. Variación en el saldo de la financiación al sector de sociedades no financieras.

**OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (a)**  
**(Evolución y contribución de los componentes)**

GRÁFICO 6.1



FUENTE: Banco de España.

- a. Datos acumulados de cuatro trimestres.
- 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.

una velocidad elevada (cercana al 20%). Por el contrario, los préstamos destinados al consumo y otros fines avanzaron cerca del 18%, más de 5 pp por encima de la cifra del año precedente. La evolución de este tipo de gasto, que se desaceleró en 2006, sugiere un aumento del recurso al endeudamiento para financiar compras de bienes y servicios (véase recuadro 6.2).

**1.2 LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS**

y, sobre todo, de las sociedades.

Las necesidades de fondos de las sociedades no financieras también experimentaron un notable incremento, impulsadas por el vigor de la formación bruta de capital. De este modo, el saldo deudor de sus operaciones financieras netas aumentó hasta cerca del 9% del PIB, lo que supone un ascenso de casi 2 pp con respecto al año anterior.

La demanda de fondos del sector se vio adicionalmente impulsada por el incremento de las operaciones de adquisición de activos financieros (que supusieron el 23% del PIB, 6 pp por encima del dato de 2005), que consistieron fundamentalmente en compras de acciones y otras participaciones ligadas a la toma de control de sociedades residentes y no residentes. En consecuencia, la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, creció en mayor medida que las necesidades de financiación y se situó cerca del 16% del PIB (11,3% el año anterior).

De este modo, los pasivos de las sociedades no financieras volvieron a incrementarse, hasta alcanzar el 32% del PIB (casi 8 pp más que un año antes). El grueso de estos fondos se materializó nuevamente en créditos de entidades residentes. El resto de las partidas que componen la financiación ajena con coste explícito (préstamos exteriores y emisión de títulos de renta fija) continuaron teniendo una importancia menor en términos de flujos, aunque también experimentaron un importante avance, especialmente en el caso de la apelación a los mercados de valores. En conjunto, la deuda del sector se aceleró de forma notable y su tasa de crecimiento interanual se situó en el entorno del 28%, frente al 21% en 2005. En cambio, la captación de recursos propios fue moderada y ligeramente inferior en términos del PIB (2,3%) a la del ejercicio anterior.



FUENTE: Banco de España.

- a. Excluye fondos de inversión.
- b. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.
- c. Incluye los créditos titulizados.
- d. Está compuesto en gran parte por créditos comerciales.

El desglose de la financiación bancaria por ramas de actividad continuó evidenciando un elevado dinamismo del crédito destinado a las empresas dedicadas a la construcción y, sobre todo, a la promoción inmobiliaria, con tasas de variación interanuales cercanas al 33% y 50%, respectivamente. En los otros sectores se registraron aumentos inferiores, aunque notables también: 21%, en el resto de los servicios, y 14%, en el caso de la industria.

### 1.3 LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

La capacidad de financiación de las AAPP se incrementó.

Las AAPP volvieron a aumentar su capacidad de financiación, que fue cercana al 2% del PIB (véase gráfico 6.3). Este ahorro reflejó, en gran medida, el superávit de la Seguridad Social y de la Administración Central ya que las Administraciones Territoriales presentaron un saldo ligeramente deficitario. En términos netos, se amortizaron tanto valores a corto como a largo plazo, aunque por un importe reducido (equivalente al 0,2% y 0,1% del PIB, respectivamente), por lo que se elevó el saldo de depósitos, neto de créditos, del sector.

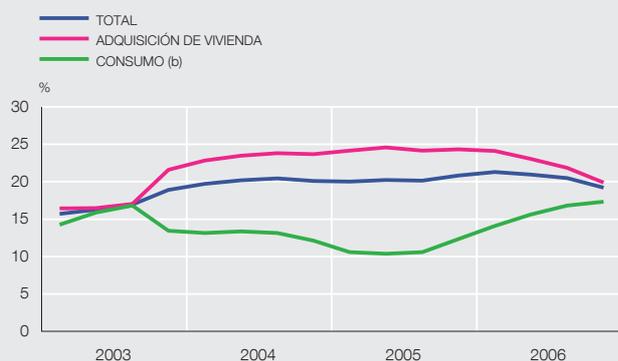
El crédito destinado al consumo<sup>1</sup>, cuyo saldo suponía a finales del pasado ejercicio un 27% del total recibido por hogares, mostró un elevado dinamismo a lo largo del año, con una tasa de variación interanual superior al 17%, cuando a mediados de 2005 se encontraba en torno al 10%. Como puede verse en el gráfico 1, esta evolución ha contribuido a amortiguar la desaceleración de los pasivos de las familias derivada de la moderación en el incremento de los dirigidos a la adquisición de vivienda. En ese mismo período, sin embargo, el gasto nominal corriente del sector se ralentizó ligeramente (véase gráfico 2). Por otra parte, tal como se aprecia en los gráficos 2 y 3, aunque durante 2006 aumentó algo el ritmo de avance del consumo duradero, los préstamos asociados a este tipo de adquisiciones no fueron los que presentaron un comportamiento más expansivo. Por tanto, estos resultados apuntan a que la reciente pujanza del crédito al consumo refleja en mayor medida una elevación de la propensión de los agentes a recurrir a fondos ajenos

para financiar compras de bienes y servicios que un desplazamiento en la composición de estas hacia las partidas para las que es más habitual endeudarse.

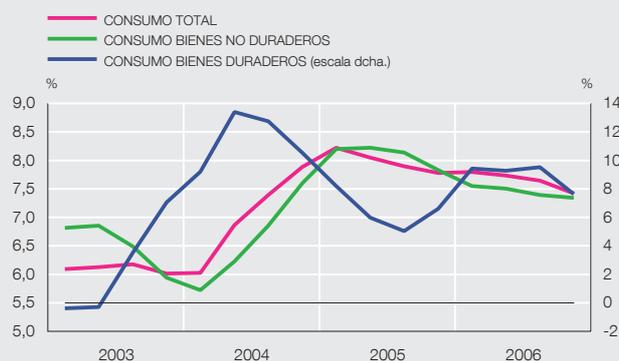
La información contenida en la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) contiene información útil para calibrar la importancia de los factores de oferta y de demanda para explicar que una proporción creciente del gasto en consumo se esté financiando con el recurso a la deuda. Así, el gráfico 4 muestra que desde finales de 2004 las entidades han tendido a relajar paulatinamente las condiciones de oferta de los créditos destinados a consumo. A esta evolución habrían contribuido tanto la creciente competencia en este tipo de operaciones entre las propias entidades de depósito y con otras instituciones financieras, como las favorables expectativas del sector bancario sobre la actividad económica en general. Así pues, ha tenido lugar una cierta expansión de la oferta, que podría responder a la necesidad de las entidades de potenciar nuevas áreas de negocio una vez que el principal motor de expansión durante los últimos años, el crédito para adquisición de vivienda, está empezando a dar muestras de agotamiento.

1. En este recuadro se considera el crédito al consumo en sentido amplio, equivalente al concepto de *consumo y otros fines*, que se utiliza en las estadísticas armonizadas de la UEM.

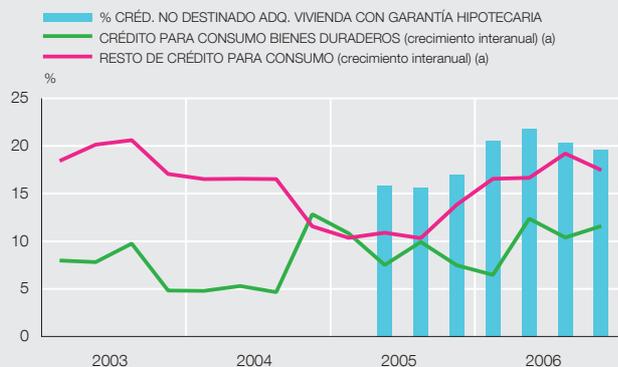
1 CRÉDITO DE HOGARES E ISFL (Crecimiento interanual) (a)



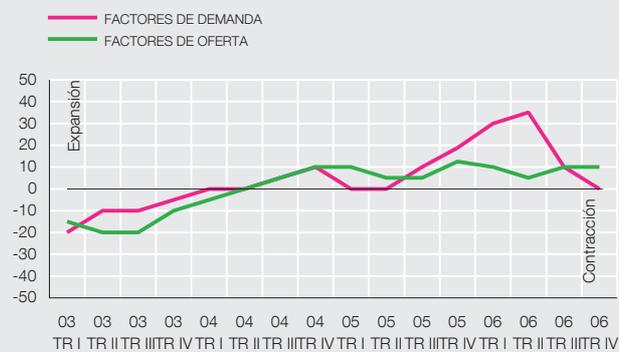
2 CONSUMO DE LOS HOGARES (Crecimiento interanual)



3 CRÉDITO AL CONSUMO Y CON GARANTÍA HIPOTECARIA



4 VARIACIÓN DE LAS CONDICIONES DE LOS PRESTAMOS BANCARIOS PARA CONSUMO (c)



FUENTE: Banco de España.

- a. Incorpora el crédito titulizado fuera de balance.
- b. Incluye crédito al consumo y otros fines.
- c. Indicador = % de entidades que señalan aumento considerable x 1 + % de entidades que señalan cierto aumento x 1/2 - % de entidades que señalan un cierto descenso x 1/2 - % de entidades que señalan un descenso considerable x 1.

Pero la EPB apunta también que los factores de demanda también han debido contribuir, incluso en mayor medida, a la expansión del crédito al consumo (véase gráfico 4). De hecho, la mayor propensión de los hogares a endeudarse para adquirir bienes corrientes puede haberse visto impulsada por la acumulación de riqueza durante los últimos años como consecuencia de la revalorización de la vivienda. En este sentido, el gráfico 3 confirma que la financiación mediante préstamos con garantía hipotecaria del gasto en consumo y otros fines ha ganado importancia desde finales de 2005, de forma que en diciembre de 2006 representaba en torno al 5% del crédito total a las familias. Este porcentaje supone aproximadamente medio punto porcentual más que un año antes, aunque continúa siendo modesto.

Las mayores oportunidades para financiar decisiones de gasto corriente mediante el recurso al crédito contribuyen a suavizar el perfil temporal del consumo de las familias, moderando así el efecto contractivo asociado a perturbaciones adversas transitorias en sus ingresos. Sin embargo, en comparación con la deuda destinada a la adquisición de vivienda, este tipo de pasivos tiende a producir incrementos de la carga financiera asociada más elevados, dado su mayor coste relativo, e incide más negativamente sobre la posición patrimonial del sector, en la medida en que no conlleva un incremento paralelo en sus activos. Asimismo, un aumento de los préstamos para consumo garantizados mediante hipotecas elevaría la sensibilidad de este último a la evolución del precio de los inmuebles.

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

El sector financiero continuó canalizando el ahorro exterior a través, sobre todo, de la emisión de valores de renta fija...

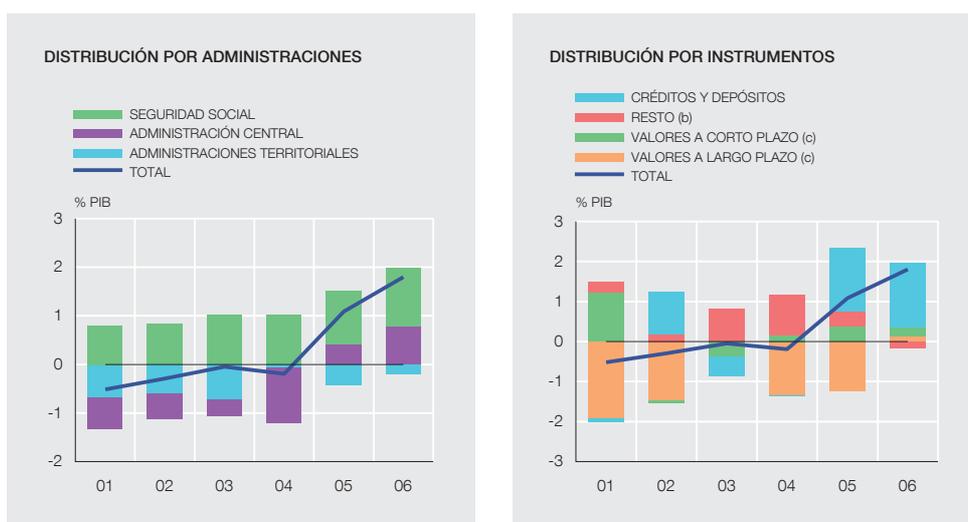
Los intermediarios financieros (excluyendo los inversores institucionales) y, en particular, las instituciones distintas de las entidades de crédito (entre las que se incluyen los fondos de titulización y vehículos especializados en la emisión de valores) reforzaron su protagonismo en la canalización del capital del resto del mundo. Los fondos captados, cuyo volumen se situó en el 15% del PIB (3 pp por encima del dato de 2005), no solo sirvieron para cubrir el exceso de gasto de la economía española en relación con su renta, sino que, además, fueron necesarios para satisfacer el aumento de las inversiones netas en el exterior del resto de los agentes residentes (véase gráfico 6.1).

Las entradas de capital continuaron materializándose de manera mayoritaria en valores distintos de acciones, alcanzando un importe superior al 21% del PIB, casi 6 pp por encima del dato de 2005 (véase cuadro 6.1). En su mayor parte, estos títulos fueron emitidos por el sector financiero, destacando nuevamente los vinculados a préstamos hipotecarios. Por el contrario, se contrajeron los fondos captados a través del mercado interbancario, que, por primera vez desde 2001, presentaron un flujo neto de salida. La inversión directa del exterior en España se redujo también hasta el 1,6% del PIB.

Las adquisiciones de los residentes en el exterior supusieron un volumen equivalente al 17% del PIB, un nivel similar al del ejercicio precedente. Su desglose muestra un elevado protagonismo de las compras de acciones y otras participaciones, cuyo importe representó más de la mitad de esta cifra. El dinamismo de esta partida refleja la pujanza de las operaciones corporativas acometidas por empresas no financieras. De hecho, la inversión directa de España en el resto del mundo aumentó, en términos del PIB, en más de 3 pp, hasta alcanzar el 7,3%.

y se registró un nuevo incremento del saldo deudor de la posición de inversión internacional.

Las operaciones financieras comentadas en los párrafos anteriores causaron un nuevo aumento de la posición deudora de la economía española frente al resto del mundo, que se vio, además, afectada por las variaciones en los precios de los instrumentos financieros y en el tipo de cambio. Los pasivos exteriores netos se situaron en el 68% del PIB al cierre del ejercicio, frente al 56% de 2005. Este ascenso refleja, fundamentalmente, el comportamiento del sector financiero (excluyendo a los inversores institucionales), como consecuencia de su protagonismo en la canalización de los recursos necesarios para financiar el exceso de gasto de la nación sobre sus ingresos y las adquisiciones de activos financieros en el extranjero.



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.

## 2 Los mercados financieros españoles

Los mercados financieros españoles mantuvieron, en general, unas pautas similares a las de los ejercicios precedentes. Así, se observó un crecimiento notable de la actividad en los primarios y más moderado en los secundarios, al tiempo que, por cuarto año consecutivo, continuó la trayectoria creciente de las cotizaciones bursátiles.

### 2.1 LOS MERCADOS PRIMARIOS

Las emisiones de renta fija crecieron considerablemente...

En los mercados primarios de valores negociables, la emisión neta de instrumentos de renta fija volvió a avanzar a un ritmo notable (24% en relación con el ejercicio anterior), alcanzando los 224 mm de euros, casi un tercio del importe registrado en la zona del euro (véase cuadro 6.2). La distribución por sectores continuó mostrando un elevado protagonismo del sector financiero, consecuencia, fundamentalmente, de la elevada expansión del crédito bancario. De hecho, aproximadamente la mitad de los fondos obtenidos se materializó en valores vinculados al mercado hipotecario como las cédulas y los bonos de titulización, instrumentos estos últimos cuyos importes se recogen en el cuadro 6.2 en la rúbrica «Otros intermediarios financieros».

La partida anterior incluye también las operaciones de las filiales residentes de las sociedades (financieras y no financieras) especializadas en la emisión de títulos, que crecieron igualmente a tasas altas. En cambio, los recursos captados por las filiales exteriores fueron nuevamente negativos en términos netos, consolidándose el desplazamiento a España de esta actividad. La emisión de valores de renta fija acometida directamente por las empresas no financieras volvió a ser positiva, tras varios años de registros negativos, aunque por un importe moderado. El volumen de fondos que obtuvo el sector a través de las distintas vías posibles ascendió a 12 mm de euros, frente a la amortización neta de 2,5 mm de euros en 2005.

En cambio, la emisión neta de las AAPP fue negativa (-3 mm), circunstancia que no ocurría desde 1970. El desglose por subsectores muestra un descenso del saldo vivo de valores del

% PIB	2003	2004	2005	2006
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,9	-4,8	-6,5	-7,8
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,1	13,3	18,2	16,8
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	0,7	3,2	2,2	5,6
De los cuales:				
<i>Interbancario (a)</i>	0,5	0,7	3,2	3,4
Valores distintos de acciones	6,5	1,8	8,8	-1,2
De los cuales:				
<i>Entidades de crédito</i>	3,5	1,0	6,6	-2,0
<i>Inversores institucionales</i>	3,5	0,3	2,0	0,4
Acciones y otras participaciones	4,7	6,8	5,2	9,4
De las cuales:				
<i>Sociedades no financieras</i>	4,5	3,8	3,9	6,9
<i>Inversores institucionales</i>	1,1	0,8	0,9	1,2
Préstamos	0,3	0,8	1,1	2,1
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	16,0	18,2	24,8	24,6
Depósitos	6,9	1,7	5,7	0,3
De los cuales:				
<i>Interbancario (a)</i>	5,3	5,0	7,2	0,6
Valores distintos de acciones	5,3	12,4	15,8	21,5
De los cuales:				
<i>Administraciones Públicas</i>	-1,0	2,7	0,2	1,3
<i>Entidades de crédito</i>	3,5	4,6	6,3	7,8
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	2,8	5,1	9,3	12,4
Acciones y otras participaciones	1,1	2,7	0,7	-0,9
De los cuales:				
<i>Sociedades no financieras</i>	1,3	1,7	0,8	-1,3
Préstamos	2,8	1,3	2,3	3,5
Otros neto (b)	-0,9	-0,6	-0,7	-0,8
PRO MEMORIA				
Inversión directa de España en el exterior	3,3	5,8	3,7	7,3
Inversión directa del exterior en España	2,9	2,4	2,2	1,6

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.

Estado y un aumento del de las Administraciones Territoriales, que mantuvo la tendencia de los últimos años.

y repuntaron también las emisiones de renta variable.

El volumen de la emisión de acciones prácticamente se duplicó, aunque los fondos obtenidos por esta vía continuaron siendo reducidos en comparación con los recursos procedentes de los mercados de renta fija. Dentro de las acometidas por las sociedades no financieras, destacaron las protagonizadas por el sector inmobiliario.

Asimismo, se registró un renovado auge de las ofertas públicas de venta, cuyo volumen se situó en los 2,5 mm, frente a 0,2 mm en 2005. Estas cifras reflejan la salida a bolsa de diez nuevas sociedades de mediana capitalización, entre las que cabe destacar seis compañías de las ramas inmobiliaria y de la construcción.

Millones de euros

	2003	2004	2005	2006
EMISIONES NETAS DE RESIDENTES (a)	77.578,1	146.570,7	184.373,5	231.291,3
RENTA FIJA	75.801,6	129.008,4	180.141,1	223.660,1
Administración Central	327,7	6.650,1	3.890,0	-4.789,1
AATT	1.784,3	1.533,0	2.792,0	2.055,1
Instituciones financieras monetarias	42.910,9	61.363,6	78.042,4	96.667,6
Otros intermediarios financieros	31.892,6	59.591,0	95.522,1	128.677,8
Sociedades no financieras	-1.113,9	-129,3	-105,4	1.048,7
RENTA VARIABLE	1.776,5	17.562,3	4.232,4	7.631,2
Instituciones financieras monetarias	248,2	15.786,9	1.272,4	2.921,2
Otros intermediarios financieros	62,4	486,3	-4,7	93,8
Sociedades no financieras	1.465,8	1.289,1	2.964,7	4.616,1
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	417,4	2.557,0	157,1	2.485,4
PRO MEMORIA				
Emisiones netas de filiales en el extranjero	12.473,2	-30.336,2	-20.652,3	-6.304,4
Instituciones financieras	8.325,1	-26.744,3	-15.496,9	-320,4
Sociedades no financieras	4.148,1	-3.591,9	-5.155,4	-5.984,0

FUENTES: CNMV y Banco de España.

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

## 2.2 LA ACTIVIDAD EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

La actividad en los mercados secundarios también aumentó, sobre todo en los de renta variable.

La actividad en los mercados secundarios también avanzó, lo que favoreció a la liquidez de los instrumentos negociados, aunque con un comportamiento desigual en los distintos segmentos (véase cuadro 6.3). Los mayores ascensos se produjeron en los ligados a la renta variable, tanto en la operativa al contado (bolsa) como en la de derivados (MEFF). En el primer caso, la negociación, que creció un 35%, superó por primera vez el billón de euros. A este desarrollo contribuyeron la evolución favorable de las cotizaciones; la renovada actividad en el mercado primario; la fuerte expansión de las ofertas públicas de adquisición, que alcanzaron un volumen de 100 mm de euros, y las tomas de participaciones significativas en compañías cotizadas por parte de sociedades no financieras y de entidades de capital riesgo.

En los mercados de derivados la negociación registró un crecimiento superior (casi un 60%) y continuó estando concentrada en los contratos sobre el índice Ibex 35, si bien la operativa con opciones y futuros sobre acciones también se expandió.

En cambio, en el mercado AIAF, donde se negocian valores de renta fija privada, la actividad creció a un ritmo moderado. Por instrumentos, el mayor avance se registró en los pagarés, mientras que la negociación con los títulos ligados al mercado hipotecario mostró un ligero descenso, que contrasta con el dinamismo de los mercados primarios y apunta hacia un mayor predominio de las operaciones de compra en firme hasta vencimiento.

En el mercado de deuda pública anotada la contratación también aumentó ligeramente. Por modalidades, la operativa al contado fue la que mostró un mayor crecimiento, aunque el grueso de la actividad siguió concentrándose en la negociación de *repos* y simultáneas.

La sociedad BME comenzó a cotizar.

En el ámbito institucional, cabe mencionar que la sociedad BME, gestora y propietaria de los sistemas de contratación y liquidación y compensación españoles, comenzó a cotizar en

Millones de euros

	2003	2004	2005	2006
Mercado de deuda pública en anotaciones (a)	21.290.331	22.833.682	22.219.946	22.615.358
Contado (b)	2.246.882	2.136.698	2.338.208	2.903.145
Repo y simultáneas	18.979.902	20.584.242	19.571.854	19.384.782
Plazo (b)	63.547	112.743	309.884	327.432
Mercado AIAF de renta fija	380.197	566.580	872.297	900.202
Pagarés	261.526	286.468	404.380	481.596
Cédulas y bonos de titulización	86.498	217.368	371.769	324.895
Resto	32.173	62.743	96.148	93.711
Mercado bursátil de renta fija (b)	74.346	82.790	93.191	93.449
Mercado bursátil de renta variable	499.745	643.542	853.971	1.155.682
Mercados MEFF de derivados (c)	292.539	393.666	583.839	933.973
Renta fija	138	5	0	0
Ibex 35	268.879	371.494	544.064	883.472
Opciones sobre acciones	12.714	12.014	16.861	22.936
Futuros sobre acciones	10.808	10.152	22.914	27.565

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.

bolsa en julio, siguiendo los pasos que anteriormente dieron otras plazas europeas y norteamericanas. Este hecho supone la culminación del proceso de desmutualización y privatización de los mercados financieros y sistemas de liquidación en nuestro país.

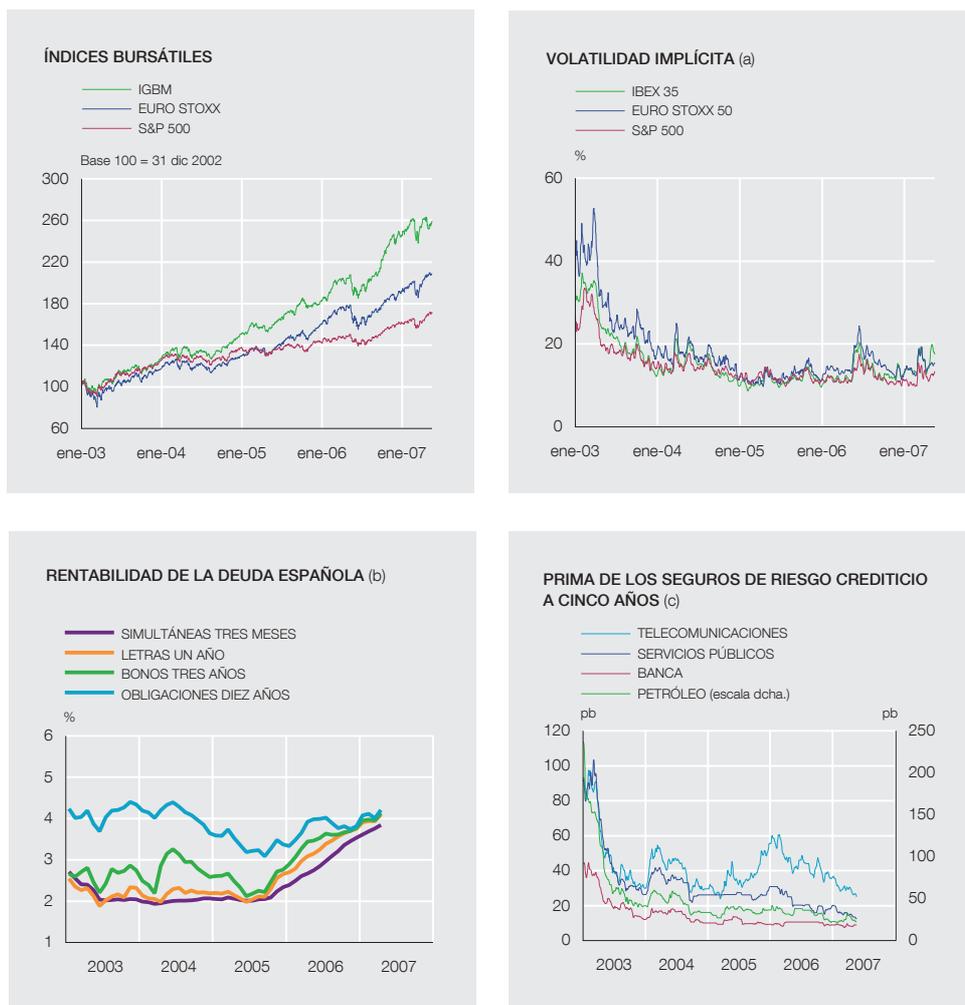
### 2.3 LOS PRECIOS NEGOCIADOS EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

Las acciones continuaron revalorizándose...

en especial en el sector inmobiliario.

En los mercados de renta variable continuó la trayectoria alcista de las cotizaciones, comportamiento que solo se interrumpió transitoriamente durante un episodio de inestabilidad a mediados de ejercicio, marcado por una brusca bajada de los precios negociados, junto con un repunte de la volatilidad (véase gráfico 6.4). En el conjunto del año, el índice general de la Bolsa de Madrid (IGBM) acumuló una revalorización del 35%, evolución más favorable que la del Euro Stoxx de las bolsas de la UEM (20%) y la del S&P 500 de las de Estados Unidos (14%). La buena marcha de los beneficios observados y previstos de las empresas cotizadas, en un contexto de favorables perspectivas económicas en España, en el área del euro y en el resto del mundo, contribuyó a este desarrollo, que se benefició también del renovado auge de las operaciones corporativas.

El perfil ascendente de las cotizaciones fue bastante generalizado, si bien resulta especialmente destacable la revalorización de los índices correspondientes a material básico, industria y construcción (61,8%) e inmobiliario (111%). Por su parte, la rama de petróleo y energía y los bancos obtuvieron unas ganancias más en línea con las del mercado (32% y 27%, respectivamente), mientras que los servicios de consumo avanzaron en menor medida (8,6%). Durante los primeros meses de 2007 continuó la trayectoria creciente del IGBM, evolución que se interrumpió transitoriamente entre finales de febrero y mediados de marzo, durante un episodio de turbulencias que afectó también al resto de las principales bolsas internacionales. Con posterioridad, se inició una nueva etapa de aumentos en los precios negociados, que se vio temporalmente truncada a finales abril,



FUENTES: Bolsa de Madrid, Bloomberg, Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Medias móviles de cinco días.

b. Medias mensuales.

c. 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%). Medias móviles de cinco días.

como consecuencia de una cierta corrección en la valoración de algunas empresas inmobiliarias.

Las rentabilidades de la deuda pública aumentaron y las primas de riesgo crediticio se mantuvieron en niveles reducidos.

En consonancia con la evolución observada y prevista de los tipos de intervención del Eurosistema, las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda pública mostraron una senda creciente en los plazos cortos. En los tramos medios y largos se produjeron asimismo ascensos hasta mediados de año, pero este proceso se detuvo durante la segunda parte del ejercicio, lo que dio lugar a un aplanamiento de la curva. Así, el tipo de interés de las obligaciones a diez años se situó en torno al 4% en diciembre, lo que supone un incremento de 60 puntos básicos con relación al nivel de finales de 2005. La evolución del bono de referencia alemán fue similar, por lo que el diferencial de rentabilidad entre el español y este experimentó escasas variaciones, aunque durante los últimos meses de 2006 y los primeros de 2007 aumentó ligeramente.

Por último, las primas de riesgo crediticio de las empresas financieras y no financieras se mantuvieron en torno a los niveles de finales de 2005 y, en algunos casos, incluso descen-

dieron, situándose al cierre del ejercicio en valores históricamente reducidos. Esto refleja la favorable valoración que hace el mercado de la situación patrimonial de estas compañías.

### **3 Los intermediarios financieros españoles**

En un contexto económico y financiero favorable, el año 2006 se caracterizó nuevamente por un importante incremento en los beneficios de las instituciones financieras españolas (entidades de crédito, empresas de valores, gestoras y aseguradoras). La actividad, sin embargo, tuvo un comportamiento dispar, notablemente expansivo en el caso de las instituciones crediticias y menos dinámico en el de los inversores institucionales, cuyo volumen de recursos netos captados se redujo en relación con el ejercicio anterior.

#### **3.1 LAS ENTIDADES DE CRÉDITO**

Fuerte crecimiento del balance y los resultados de las entidades, con cierta recomposición del crédito.

El balance y los resultados de las entidades de crédito se incrementaron notablemente (véase cuadro 6.4), impulsados de nuevo por el dinamismo del crédito. Así, los fondos prestados al sector privado volvieron a acelerarse, situándose la tasa de expansión en términos reales por encima del 21%, un nivel sin precedentes en los registros, que se separa cada vez más del crecimiento observado del PIB (véase gráfico 6.5).

Esta aceleración fue compatible con un menor avance de los recursos destinados a la adquisición de viviendas, que fue más que compensado por un mayor dinamismo de los otros componentes. En particular, el crédito otorgado a las empresas se incrementó en un 28% a lo largo del ejercicio, con una contribución destacada de las ramas de la construcción y de los servicios inmobiliarios. Así, el conjunto de los riesgos frente al sector inmobiliario en sentido amplio (construcción, promoción y adquisición de vivienda) siguió ganando peso, aunque la proporción de préstamos con garantía hipotecaria descendió siete décimas, hasta situarse en el 61% del total a final de año. Esto se explica por el auge de las operaciones corporativas en las que participaron estas empresas.

El ritmo de expansión de los préstamos a personas físicas para consumo y otros fines también se elevó a lo largo del año. De acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios, esta evolución respondió principalmente al incremento de la demanda de este tipo de fondos, pero también a un cierto aumento de la oferta, que tuvo lugar igualmente en el caso de los créditos a sociedades no destinados a actividades inmobiliarias.

Los depósitos crecieron, pero fueron insuficientes para financiar los nuevos créditos.

El incremento de la remuneración de los depósitos, propiciado por la normalización del tono de la política monetaria, y los cambios fiscales introducidos con la nueva ley del IRPF —que eliminó su desventaja fiscal frente a los fondos de inversión— dieron lugar a un mayor dinamismo de los fondos captados de la clientela, lo que permitió financiar más fácilmente el aumento del crédito. A pesar de ello, el crecimiento de los depósitos siguió siendo insuficiente para dicho fin, por lo que las emisiones de títulos hipotecarios y las titulizaciones de préstamos continuaron avanzando a un ritmo elevado. Sin embargo, el recurso al mercado interbancario se redujo (véase cuadro 6.4).

Los resultados mejoraron...

La menor dependencia de los mercados interbancarios y el ascenso de los dividendos recibidos favorecieron una recuperación del margen de intermediación de las entidades individuales, después de varios años de caída. El avance de los resultados se vio impulsado adicionalmente por el aumento en los beneficios derivados de operaciones financieras y de las participaciones en empresas, así como por el menor incremento de los gastos de explotación en comparación con el activo total. A todo ello se unió un crecimiento del 49% en los resultados procedentes del negocio en el exterior, haciendo que la rentabilidad de los recursos propios, a nivel consolidado, pasara del 16,8%, en 2005, al 19,8%, en 2006.

	CONSOLIDADO			INDIVIDUAL		
	dic-05	dic-06	T. interan. (%)	dic-05	dic-06	T. interan. (%)
<b>PRINCIPALES PARTIDAS DEL BALANCE (% de AT)</b>						
Activo total (mm de euros)	2.533,6	2.905,8	14,7	2.126,1	2.478,4	16,6
Crédito	62,0	66,9	23,8	59,5	64,3	26,0
<i>Del cual: sector privado residente en España</i>				55,2	59,5	25,7
<i>Valores representativos de deuda</i>	15,4	11,2	-16,6	13,4	9,4	-18,1
<i>Otros instrumentos de capital y participaciones</i>	4,2	4,5	23,4	5,9	6,1	21,1
<i>Resto de activo</i>	18,3	17,3	8,3	21,1	20,1	10,9
<b>Pasivo</b>						
Depósitos interbancarios	17,4	15,4	1,6	21,6	19,1	3,0
Depósitos de la clientela	48,6	47,9	13,0	50,7	52,2	20,0
<i>Del cual: hogares y soc. no fin. residentes en España</i>				30,1	30,0	16,0
<i>Valores negociables</i>	15,3	19,1	43,6	10,4	12,3	37,3
<i>Resto de pasivo</i>	12,8	11,6	3,8	11,1	10,4	9,5
Patrimonio neto	6,0	6,0	16,2	6,1	6,0	14,1
<b>CUENTA DE RESULTADOS (% de ATM)</b>						
(+) Productos financieros	4,07	4,30	23,3	3,55	4,02	31,9
(-) Costes financieros	2,34	2,59	29,7	1,89	2,33	43,5
Margen de intermediación	1,74	1,70	14,8	1,65	1,68	18,6
(+) Comisiones netas	0,79	0,77	13,8	0,58	0,56	12,9
(+) Resultado oper. financieras y ents. participadas	0,40	0,52	52,4	0,14	0,20	68,9
Margen ordinario	2,93	2,99	19,6	2,37	2,44	20,1
(-) Gastos y otros resultados de explotación	1,52	1,40	7,6	1,24	1,14	7,3
Margen de explotación	1,41	1,60	32,5	1,12	1,30	34,3
(-) Saneamientos y dotaciones	0,42	0,48	33,6	0,35	0,42	40,2
(+) Otros resultados	0,16	0,25	86,6	0,09	0,21	172,0
(-) Impuestos	0,24	0,34	65,7	0,15	0,22	73,9
Resultado después de impuestos	0,91	1,03	32,7	0,72	0,87	41,0
Resultado neto del grupo	0,86	0,98	33,1			
<b>RATIOS (%)</b>						
Posición interbancaria neta/AT (a)	-10,9	-8,5		-9,7	-7,4	
Solvencia	11,0	11,2				
Activos dudosos/AT	0,6	0,5		0,5	0,5	
Cobertura de dudosos	213,5	226,9		245,7	263,4	
Negocio en el extranjero/AT	23,6	21,8				
Eficiencia (GE/MO)	52,7	47,6		54,6	48,3	
ROE	16,8	19,8		12,0	15,7	

FUENTE: Banco de España.

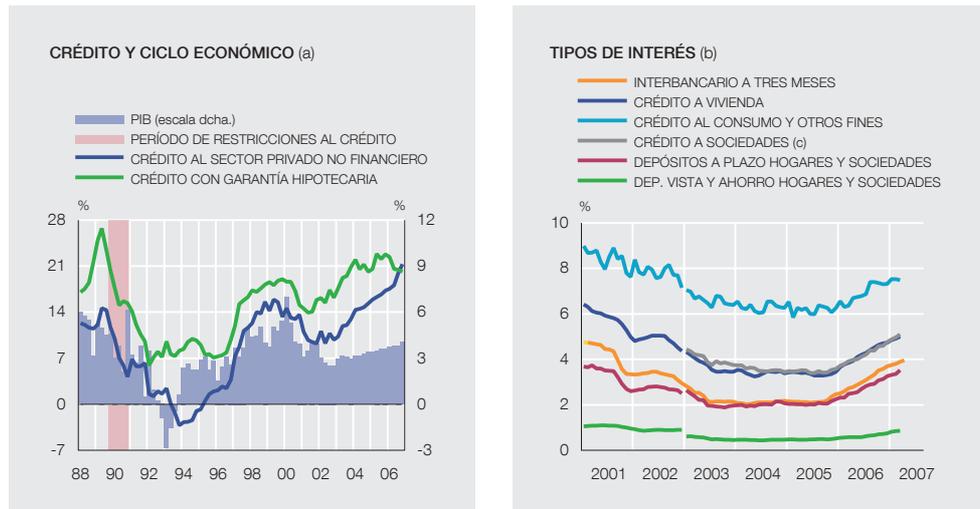
a. Incluye pasivo con bancos centrales.

contribuyendo a reforzar la  
solidez patrimonial del sector..

Los activos dudosos de las entidades españolas crecieron un 13% (7 pp más que el año anterior) y lo hicieron especialmente en el caso de los préstamos concedidos a las personas físicas. Los ratios de dudosidad permanecen, en todo caso, en niveles reducidos (en torno al 0,5% del activo total) y los porcentajes de cobertura de los activos dudosos superan el 200%. Asimismo, los niveles de solvencia se incrementaron ligeramente y se mantienen en torno al 11%. Todo ello configura un escenario de notable fortaleza de la posición patrimonial de las entidades de crédito.

aunque 2007 presenta nuevos  
retos.

En todo caso, en la última parte del año y principios de 2007 se observaron señales de un cierto cambio en las tendencias que han venido acompañando a la actividad de las entidades



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.

de crédito en los últimos años. En particular, cabe reseñar, en primer lugar, el descenso de la demanda de nuevos préstamos para la adquisición de vivienda, principal motor del crecimiento del negocio en el período reciente. El número de nuevas operaciones concertadas fue mostrando un perfil descendente a lo largo del año, hasta alcanzar una reducción interanual media del 8%. Además, el posible agotamiento del recorrido a la baja de la ratio de morosidad y la paulatina retirada del tono holgado de la política monetaria plantearán nuevos retos para las entidades.

### 3.2 LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

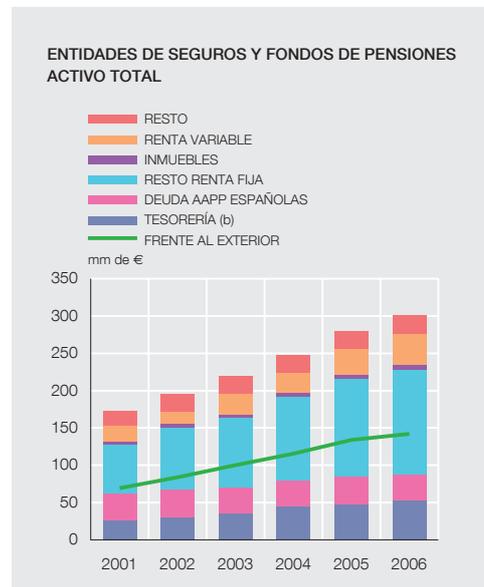
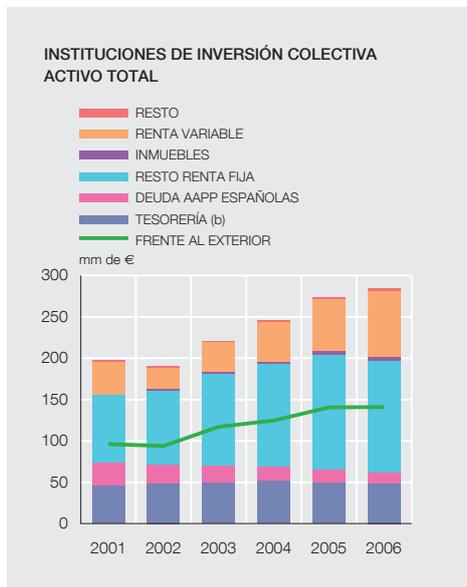
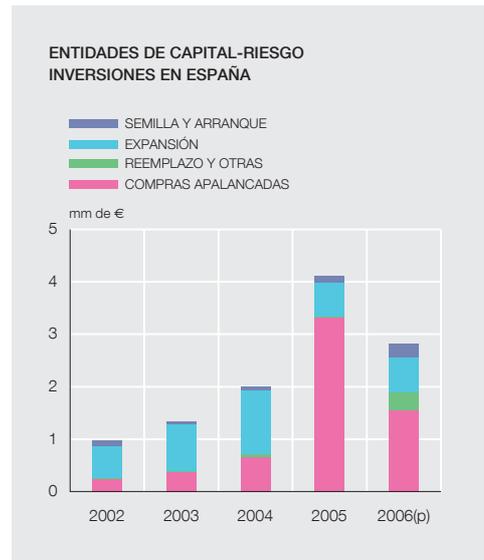
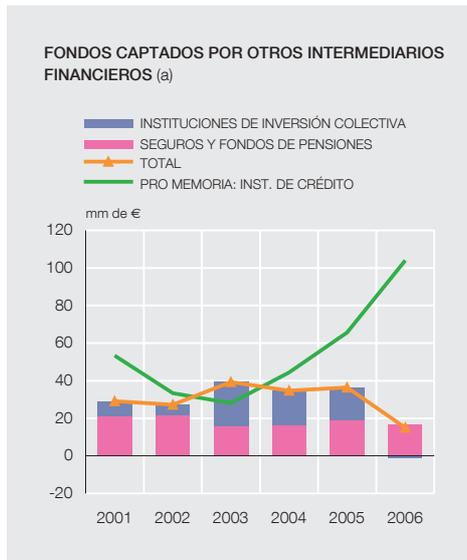
Los inversores institucionales captaron menos fondos...

aunque siguió ampliándose el rango de instrumentos de inversión disponibles...

El avance comentado de los pasivos bancarios tuvo como contrapartida una reducción del volumen de nuevos recursos netos captados por los inversores institucionales españoles (véase gráfico 6.6). Este fenómeno fue particularmente notorio en el caso de los fondos de inversión, que en la segunda parte de 2006 registraron reembolsos netos, especialmente los de renta fija a corto plazo y los globales. Sin embargo, el patrimonio de las instituciones de inversión colectiva (IIC) inmobiliarias y de las IIC extranjeras comercializadas en España continuó avanzando a tasas superiores al 30%. Los flujos netos recibidos tanto por las entidades de seguros como por los fondos de pensiones descendieron también con respecto al año anterior —en torno al 15% en conjunto—, a pesar del crecimiento estimado del 8% en las primas.

Continuaron apareciendo nuevos instrumentos, como los fondos cotizados y las IIC de inversión libre. Además, en el caso del capital riesgo, la aprobación en 2005 de una nueva regulación más flexible, junto con el desarrollo de este tipo de operaciones a nivel mundial, impulsó el registro de nuevos agentes dedicados a esta actividad en España<sup>1</sup>. Aunque en 2006 el volumen de inversiones se redujo con respecto al año anterior (véase gráfico 6.6), los recursos

1. En concreto, entre enero de 2006 y marzo de 2007, se inscribieron en los registros oficiales 12 entidades gestoras de capital riesgo, 34 sociedades y 28 fondos, en los dos últimos casos correspondiendo mayoritariamente a entidades del régimen simplificado.



FUENTES: ASCRI, CNMV y Banco de España.

- a. Acciones y participaciones de IIC y reservas de entidades de seguros y fondos de pensiones. En el caso de las instituciones de crédito, depósitos y cesiones temporales de hogares y sociedades no financieras.
- b. Incluye efectivo, depósitos y cesiones temporales.

recaudados por los fondos y sociedades de agentes residentes crecieron más de un 40%, alcanzando —según estimaciones de ASCRI<sup>2</sup>— 1,6 mm de euros (algo menos de un 2% del total obtenido en Europa). Como ya viniera ocurriendo en años anteriores, el grueso de estas inversiones se destinó a adquisiciones de empresas ya consolidadas y no a la promoción de nuevas compañías con alto valor tecnológico.

La estructura de cartera de los inversores institucionales registró un aumento del peso relativo de los valores de renta variable, causado, en parte, por la propia evolución de las cotizaciones, y de las inversiones en el sector inmobiliario y en entidades de capital riesgo. En cualquier

2. Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo.

caso, el grueso del activo de estas instituciones continuó estando materializado en instrumentos del mercado monetario y en deuda.

y sus resultados volvieron a evolucionar de manera favorable.

Los fondos de pensiones y los de inversión obtuvieron rendimientos medios del 5,2% y 5,1%, respectivamente (7,2% y 5% en 2005). Las empresas de seguros incrementaron su resultado neto, favorecidas por el menor crecimiento de las provisiones de vida, manteniendo así su rentabilidad sobre recursos propios por encima del 20%. Su posición financiera es además muy sólida, con una ratio de cobertura de las provisiones técnicas agregada del 115% y un margen de solvencia de 2,9 veces la cuantía mínima exigida, según la última información disponible, correspondiente al tercer trimestre del ejercicio pasado.

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

##### **4.1 LOS HOGARES**

El endeudamiento y la carga financiera de los hogares continuó creciendo.

Como se ha señalado, el gasto de los hogares españoles continuó creciendo por encima de sus rentas, de modo que se mantuvo un elevado recurso al crédito y, en consecuencia, los diferentes indicadores de endeudamiento del sector siguieron aumentando (véase gráfico 6.7). Así, a finales de 2006, la deuda de las familias se situó cerca del 125% de la renta bruta disponible (RBD), un nivel superior en más de 10 pp al observado en el mismo período del año anterior, y aproximadamente 25 pp por encima del valor de esta ratio para el conjunto de la UEM.

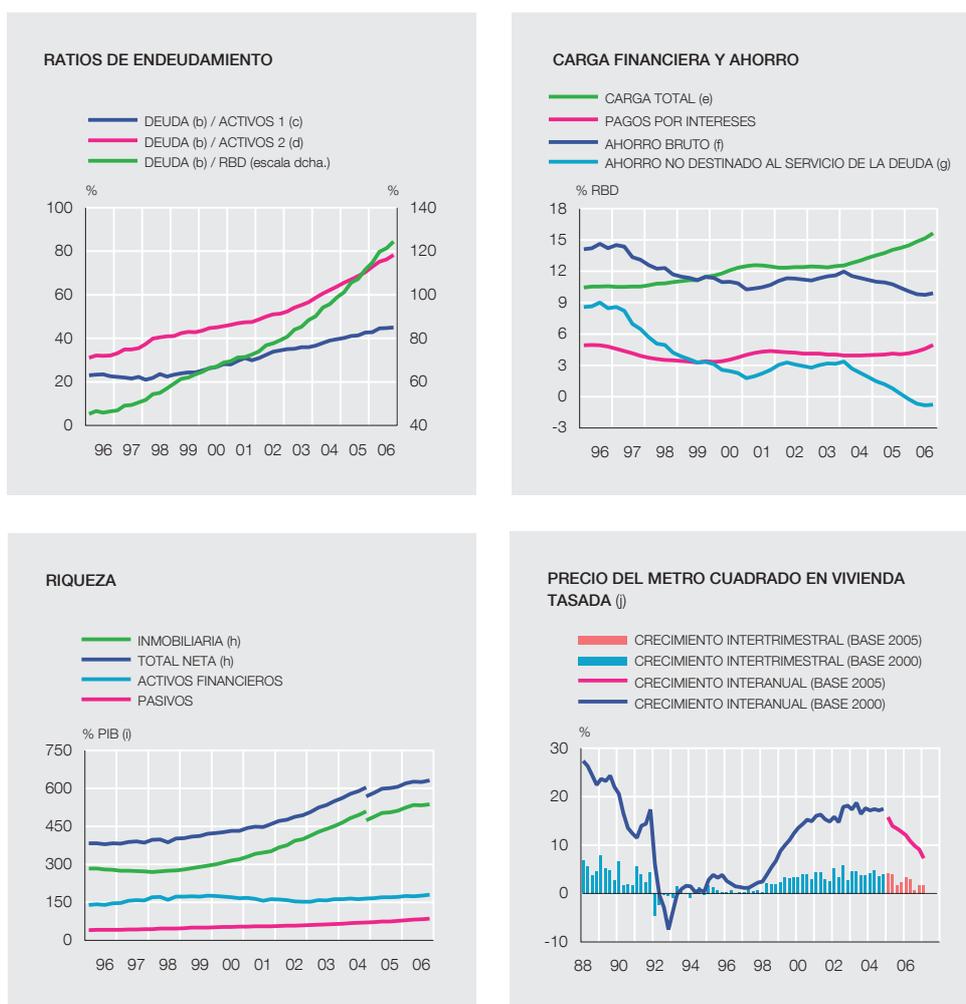
Por componentes, a pesar de que la deuda para adquisición de vivienda experimentó una moderada desaceleración, su peso sobre el endeudamiento total de las familias aumentó ligeramente, hasta situarse en el 73,4%. La utilización de préstamos con garantía hipotecaria para financiar otros gastos mostró, asimismo, un cierto avance, aunque su peso relativo continúa siendo modesto. De este modo, al finalizar el año, su saldo representaba algo menos del 5% del total del crédito concedido a los hogares, en torno a 0,5 pp por encima del valor observado en el ejercicio precedente (véase recuadro 6.2).

La prolongación del intenso crecimiento en la financiación obtenida por los hogares, junto con el aumento de su coste, propició un nuevo incremento de la carga financiera que soportan. De acuerdo con la información disponible sobre los pagos por intereses del sector y con una estimación de los correspondientes a la amortización regular del principal de sus deudas dicha carga se situó cerca del 16% de su RBD, alrededor de 1,5 pp por encima del registro del ejercicio anterior. Esta evolución se reflejó también en un nuevo retroceso de la capacidad de ahorro, una vez descontados los gastos financieros, que se mantuvo en valores negativos durante todo el año.

Su riqueza neta se incrementó y se redujo el peso en la cartera de los instrumentos de inversión institucional.

Como en los ejercicios precedentes, la acumulación y la revalorización de activos financieros y reales hizo que la riqueza neta de los hogares continuase aumentando, hasta superar el 625% del PIB, contribuyendo a amortiguar el impacto negativo de los cambios en los indicadores anteriores sobre las decisiones de gasto del sector. No obstante, el ritmo de expansión del valor del patrimonio neto fue más moderado, como consecuencia del comportamiento del precio de la vivienda, que se mantuvo en la senda de desaceleración gradual iniciada en 2005, creciendo en diciembre de 2006 alrededor de un 9%, casi 4 pp menos que a finales del año anterior (véase gráfico 6.7).

En la cartera de activos financieros de los hogares, que alcanzó un valor equivalente al 180% del PIB, continuaron teniendo un peso destacado los instrumentos más líquidos y de menor riesgo, al tiempo que el porcentaje de tenencias de acciones y otras participaciones aumentó ligeramente, como consecuencia, principalmente, de la evolución de las cotizaciones bursátiles. Las proporciones que representan las inversiones en seguros y las participaciones en fondos de inversión experimentaron sendos descensos,



FUENTES: Ministerio de Vivienda y Banco de España.

a. Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, a partir de 1999, a la CNE, base 2000. Con anterioridad, se utiliza una estimación coherente con esta base.

b. Incluye crédito bancario y crédito 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 m<sup>2</sup>. Nueva estadística de precio de la vivienda a partir de 2005.

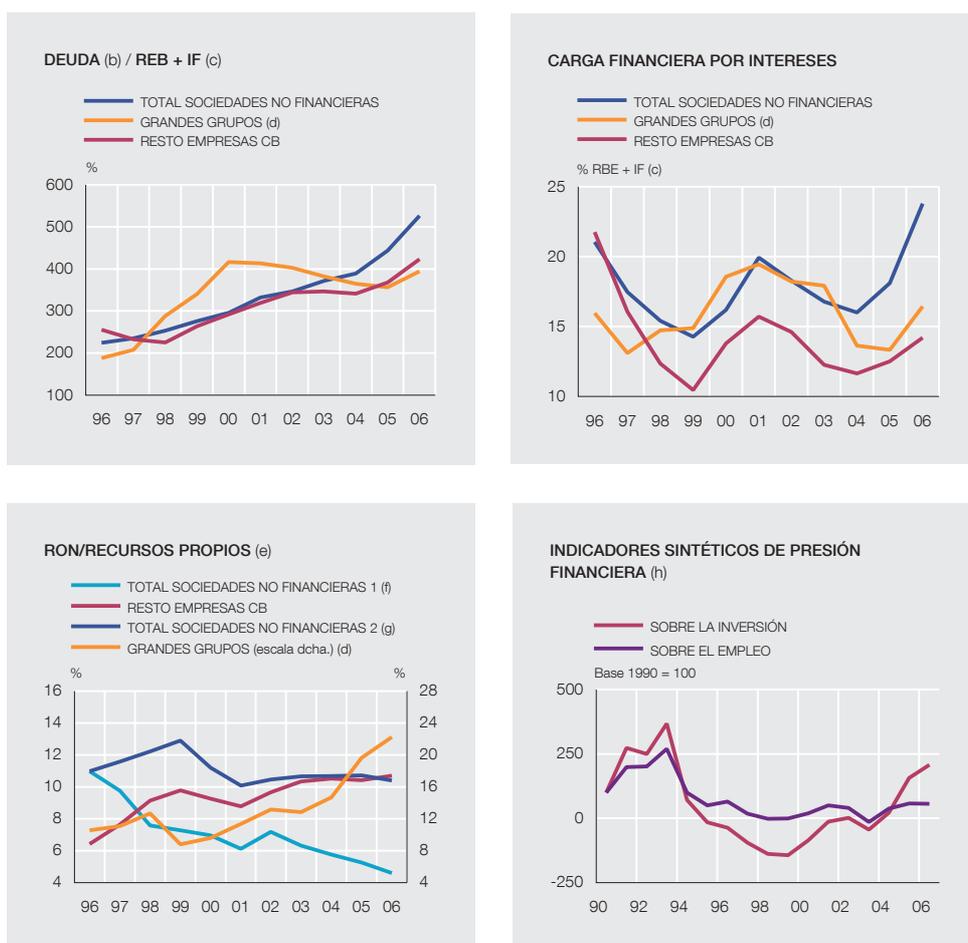
i. CNE, base 2000.

j. Nueva estadística a partir de 2005.

en el último caso, como consecuencia, al menos parcialmente, de los cambios en la fiscalidad del ahorro, que favorecieron desplazamientos desde estos productos hacia depósitos.

La exposición ante posibles perturbaciones aumentó a un ritmo algo menor.

En síntesis, a pesar de que la situación patrimonial de las familias sigue siendo sólida, la evolución creciente del endeudamiento y del coste de la financiación ha propiciado nuevos aumentos de la carga financiera. Estos desarrollos, junto con la contracción del ahorro bruto, han elevado la exposición del sector ante perturbaciones adversas en el empleo, en el precio de los activos y en los tipos de interés, aunque la desaceleración del crédito, ligada, en parte, al menor crecimiento del precio de los inmuebles, está contribuyendo a moderar en alguna medida este avance de la exposición.



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). A partir de 1999, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 2000. Con anterioridad se utiliza una estimación coherente con esta base.

b. Recursos ajenos con coste.

c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

d. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.

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

f. Recursos propios valorados a precios de mercado.

g. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.

h. Indicadores estimados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

## 4.2 LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Las ratios de endeudamiento y de carga financiera continuaron incrementándose...

Los recursos propios continuaron siendo el principal pasivo de las sociedades. No obstante, a pesar del notable ascenso de las cotizaciones bursátiles, su peso en el balance disminuyó por segundo año consecutivo, debido al intenso crecimiento de la deuda. Esta evolución se tradujo nuevamente en un incremento del cociente entre los fondos ajenos y la suma del excedente bruto de explotación y los ingresos financieros, que superó, en diciembre de 2006, el 525%, en torno a 80 pp por encima del dato observado al cierre de 2005 (véase gráfico 6.8). Entre las empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), en la que predominan las de mayor dimensión, esta ratio también aumentó.

El intenso crecimiento de los fondos ajenos captados por las sociedades, junto con el aumento de su coste, propició una nueva elevación de la ratio de pagos por intereses sobre benefi-

cios, que se situó próxima al 24% al finalizar el ejercicio, más de 6 pp por encima del registro correspondiente a diciembre de 2005. La información de la CBT apunta a una evolución menos desfavorable de este indicador, debido al menor grado de endeudamiento de las empresas colaboradoras.

detrayendo los costes financieros una parte significativa de los beneficios.

El aumento de la carga financiera contribuyó a moderar el ritmo de crecimiento del resultado ordinario neto (RON). Así, mientras que el excedente bruto de explotación del sector avanzó a tasas cercanas al 8%, el RON, que se puede estimar añadiendo al anterior los ingresos financieros netos y deduciendo la amortización de capital, se mantuvo en los mismos niveles que en el pasado ejercicio. El notable incremento de las cotizaciones bursátiles determinó una ligera disminución en el cociente entre el RON sectorial y los recursos propios valorados a precios de mercado, aunque si se eliminan los efectos precio en el cómputo del denominador de esta ratio, el indicador presenta un perfil más estable.

La información de la CBT pone de manifiesto un mejor comportamiento de los beneficios de las empresas colaboradoras. Así, para estas, el RON, aun experimentando una notable desaceleración, creció en 2006 a una tasa superior al 5%, y la proporción entre el resultado ordinario neto y los recursos propios se mantuvo estable. Esta ratio, sin embargo, aumentó por tercer año consecutivo en el caso de los grandes grupos que colaboran con la CBT, lo que refleja el comportamiento más favorable de sus resultados. Las expectativas de los analistas sobre la evolución de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas, entre las que predominan también las de mayor tamaño, apuntan a que durante los próximos trimestres estos seguirán avanzando a un ritmo notable, aunque inferior al de los últimos años.

La situación financiera de las empresas sigue siendo sólida, aunque existen elementos de incertidumbre.

Los ratios de morosidad del sector permanecen en niveles muy reducidos; apenas se han registrado cambios en la calificación crediticia de las empresas españolas que emiten valores, y las primas de riesgo crediticio se mantienen en registros moderados. No obstante, la evolución conjunta del endeudamiento, la carga financiera y la rentabilidad determinó que, por tercer año consecutivo, el indicador sintético de presión financiera sobre la inversión calculado a partir de la información de la CBT se incrementara, aunque de manera moderada (el correspondiente al empleo se mantuvo estable). Este indicador se situó por encima de su media histórica, aunque sin alcanzar los niveles de principios de los años noventa.

Así, aunque la situación financiera del sector empresarial continúa sin dar síntomas de debilidad, el aumento del endeudamiento y de su coste está incrementando la exposición de las sociedades a perturbaciones adversas. Además, las recientes adquisiciones corporativas acometidas por ciertas compañías —en especial de la rama de la construcción— introducen un elemento adicional de incertidumbre asociado a la entrada en nuevas áreas de negocio. No obstante, estas adquisiciones conllevan un aumento de la diversificación de la actividad de las sociedades compradoras, que disminuye su sensibilidad a desarrollos de carácter puramente regional o sectorial.



## 1 Introducción

Este capítulo del *Informe Anual*, dedicado a la gestión del Banco de España, describe globalmente los aspectos más destacados de la actividad de la institución durante 2006, algunos de los cuales serán abordados con mayor detalle en las memorias monográficas que los distintos departamentos publican anualmente (Supervisión Bancaria, Balanza de Pagos, Servicio de Reclamaciones, Central de Balances, Central de Información de Riesgos, Actividades de Investigación, Vigilancia de los Sistemas de Pago y Mercado de Deuda Pública).

## 2 Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema

El marco institucional de la Unión Europea (UE) ha funcionado con normalidad durante 2006, año en el que ha seguido el período de reflexión abierto en el Consejo Europeo de junio de 2005 por los jefes de Estado y de Gobierno de los Estados miembros para propiciar un amplio debate sobre el futuro de la UE, tras el resultado negativo de los referendos sobre el Tratado constitucional celebrados en Francia y los Países Bajos.

Sobre la base de sendos informes de convergencia del Banco Central Europeo (BCE) y de la Comisión, el Consejo de la UE propuso que Eslovenia adoptase el euro como moneda nacional desde el 1 de enero de 2007, convirtiéndose así en el primero de los diez Estados miembros que se adhirieron a la UE en 2004 en acceder al Eurosistema.

El BCE aumentó los tipos de referencia en 125 puntos básicos durante 2006, hasta el 3,5%

El BCE prosiguió una política monetaria destinada a mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. Entre enero y diciembre de 2006, el Consejo de Gobierno del BCE aumentó los tipos de referencia en 125 puntos básicos, alcanzando el tipo mínimo de puja para las operaciones principales de financiación el 3,5% en el mes de diciembre de 2006.

Como en años anteriores, durante 2006 el Banco de España mantuvo una intensa actividad como miembro del Eurosistema. El Gobernador participó en las reuniones que celebraron los Consejos de Gobierno y General del BCE, en las que se adoptaron, inter alia, decisiones de modificación de los tipos de interés oficiales, tal y como se ha mencionado en el párrafo anterior y se explica con detalle en los capítulos 1 y 4 de este *Informe Anual*. El Banco de España fue, por segunda vez en la historia del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), anfitrión de una reunión del Consejo de Gobierno, siendo esta ocasión la primera en que se modificaron los tipos de interés oficiales fuera de la sede oficial del BCE en Fráncfort.

Un amplio grupo de profesionales del Banco de España participó en los 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 participó en el Comité de Supervisión Bancaria del SEBC (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 y las estructuras bancarias en la UE. En 2006 el BSC publicó también un informe que valoraba los efectos que sobre la estabilidad financiera pudiera tener la introducción de un nuevo marco contable basado en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Se ha seguido avanzando en el desarrollo y preparación de la nueva plataforma de pagos TARGET2

El sistema de pagos TARGET siguió contribuyendo a la integración del mercado del euro y desempeñando un papel fundamental para la correcta y ordenada aplicación de la política monetaria única. Por lo que se refiere a la nueva plataforma de pagos TARGET2, durante 2006 se ha seguido avanzando en su desarrollo y preparación. Así, se han definido las tarifas del

sistema y las modalidades de participación en el mismo, y se ha trabajado en la elaboración del marco legal y contractual del mismo, que verá la luz en noviembre de 2007. Se han desarrollado también actividades de planificación de la migración al sistema y de las pruebas que a tal fin llevarán a cabo entidades y bancos centrales durante 2007. La migración de España se producirá en la «segunda ventana», es decir, el 18 de febrero de 2008. En paralelo, y con el fin de aprovechar los beneficios que TARGET2 aportará a la integración financiera, el Consejo de Gobierno decidió explorar, junto con los participantes del mercado, la oportunidad y viabilidad de ofrecer un servicio centralizado de liquidación de operaciones con valores, conocido como TARGET2-Valores. Esta iniciativa también ayudaría a reducir el coste de la operativa transfronteriza y la fragmentación existente en las infraestructuras de liquidación en Europa.

En colaboración con la Comisión Europea, el Eurosistema ha continuado trabajando en una tercera iniciativa en el ámbito de los sistemas de liquidación, el proyecto de Zona Única de Pagos para el Euro (SEPA), encaminado a superar la actual fragmentación en el procesamiento de pagos al por menor en Europa, tal como se explica de forma más detallada en el epígrafe 6.2.

Por lo que se refiere a los dispositivos de mantenimiento de la estabilidad financiera previstos por el Eurosistema, los bancos centrales que forman parte del mismo realizaron un ejercicio de simulación para probar su capacidad de reacción ante una crisis financiera que pudiera causar efectos sistémicos en varios países de la zona del euro, ejercicio que contribuyó a mejorar los dispositivos actuales de gestión coordinada de estas eventualidades.

La lista única de activos de garantía del Eurosistema, vigente desde el 1 de enero de 2007, mejora la transparencia y la integración del área

En el ámbito de la instrumentación de la política monetaria hay que señalar que, a lo largo de 2006, continuaron los trabajos que han venido desarrollándose durante varios ejercicios para la elaboración de la lista única de activos de garantía para las operaciones de crédito del Eurosistema. Con la implantación de la lista única de activos de garantía que entró en vigor el pasado 1 de enero y la eliminación, por tanto, de las listas nacionales, el Eurosistema ha elevado sus niveles de transparencia y ha dado un paso adelante en la integración financiera del área.

El BCE siguió analizando los avances en este ámbito en la zona del euro y publicó la segunda evaluación anual sobre el grado de integración de sus mercados financieros. La evaluación se basa en un conjunto de indicadores publicados semestralmente en el sitio de Internet del BCE.

En cooperación con los bancos centrales nacionales, el BCE siguió desarrollando, recopilando y difundiendo un amplio abanico de estadísticas. En mayo, publicó por primera vez, conjuntamente con Eurostat, las cuentas europeas anuales por sector institucional. En septiembre lanzó en Internet un nuevo servicio en línea de datos estadísticos destinado a una gran variedad de usuarios de estadísticas en el ámbito de la zona del euro.

El Banco de España ha sido uno de los dos bancos centrales encargados de medir la calidad de los billetes en circulación en la zona del euro

En el marco de los acuerdos del Eurosistema para la fabricación de billetes de euros, el Banco de España fue responsable de la fabricación y distribución de 1.018 millones de billetes en 2006. Además, ha sido uno de los dos bancos centrales encargados de efectuar la medición de la calidad de los billetes en circulación en la zona del euro. Por otra parte, el Banco de España ha puesto en marcha la instrumentación de los acuerdos del Eurosistema relativos al reciclaje de billetes, publicándose en el Boletín Oficial del Estado las Cláusulas Generales aplicables al Servicio de Caja Ordinario del Banco de España para los billetes en euros. Finalmente, cabe destacar la participación activa del Banco de España en algunas de las pruebas sobre elementos de seguridad de la segunda serie de billetes, cuya emisión progresiva está prevista para finales de la década actual.

### 3 Actividades internacionales

#### 3.1 RELACIONES INTERNACIONALES

El Banco de España presidió el Grupo de Trabajo del BPI sobre Inversores Institucionales, Ahorro Global y Asignación de Carteras

Uno de los objetivos estratégicos del Banco de España es aumentar su presencia y proyección internacional, tanto en términos cuantitativos como cualitativos. En el epígrafe 2 ya se ha referido la actividad desplegada en el ámbito del Eurosistema, de manera que ahora se prestará atención a otros foros en los que el Banco participa activamente, así como a las relaciones bilaterales, a la cooperación técnica prestada a otros bancos centrales y organismos supervisores y reguladores bancarios y a los seminarios y conferencias organizados.

En el ámbito de la Unión Europea, el Banco de España ha participado activamente, como parte de la delegación española, en diversos grupos de trabajo y comités del marco institucional comunitario. En este sentido, cabe destacar el Comité Económico y Financiero (CEF) —que prepara las reuniones del Consejo ECOFIN— y el Comité de Política Económica (CPE). En el caso del CEF, los temas principales de discusión en 2006 estuvieron relacionados con el desarrollo y aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la estabilidad financiera, las relaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y las contribuciones al Consejo Europeo relacionadas con las Grandes Orientaciones de Política Económica. Por su parte, la agenda de trabajo del CPE se centró en 2006 en la supervisión de la aplicación de la estrategia de Lisboa revisada, la finalización de las proyecciones presupuestarias a largo plazo y el análisis de la sostenibilidad de las finanzas públicas y la profundización en el debate acerca de las vías para extraer el máximo provecho de los retos planteados por la globalización.

Al igual que en ejercicios precedentes, una buena parte de la actividad internacional del Banco de España se realizó en la órbita del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BPI), que constituye el principal núcleo de cooperación entre los bancos centrales del mundo. Además de la asistencia regular a las reuniones de Gobernadores y a la asamblea general anual del BPI, hay que destacar que el Banco tomó parte activa en el Comité sobre Economía Global, el Comité sobre el Sistema Financiero Global y el Comité de Mercados, así como en los encuentros de economistas de alto nivel sobre temas de especial relevancia para bancos centrales y supervisores. Hay que destacar, en este sentido, que el Banco de España ha ostentado la presidencia del Grupo de Trabajo sobre Inversores Institucionales, Ahorro Global y Asignación de Carteras, cuyo informe final ha sido recientemente publicado.

Por lo que respecta a la regulación y supervisión bancarias, el Banco de España ha participado activamente en los trabajos de los comités dependientes de las instituciones europeas y, en particular, del Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS). De forma similar a lo ocurrido a nivel global, en Europa también se está desplazando la atención de la transposición a la implementación de las normas sobre solvencia (Directiva 2006/48). En 2006, el CEBS finalizó varias guías, entre las que habría que destacar las referidas a los estados de información financiera (FINREP) y sobre solvencia (COREP) para organismos supervisores, en cuya elaboración el Banco de España ha tenido un papel muy activo, y ha centrado sus esfuerzos en reorientarse hacia una mejora en la cooperación, no solo entre supervisores bancarios, sino también con los comités en los que se reúnen los supervisores de valores y los de seguros y pensiones. Hay que resaltar, en este sentido, la creación de un nuevo Comité dependiente del CEBS y del Comité de Supervisores Europeos de Seguros y Fondos de Pensiones (CEIOPS), dedicado a buscar la convergencia en el tratamiento de los conglomerados financieros. El CEBS, además, ha seguido dando asesoramiento a la Comisión Europea cuando esta lo ha requerido. Así, ha trabajado en la revisión de los límites a los grandes riesgos, la revisión de la definición de fondos propios y el tratamiento de los derivados de materias primas.

El Banco de España preside desde noviembre el grupo encargado de la implementación del Acuerdo de Basilea II, dependiente del BCBS

Dentro de los trabajos desarrollados por el Comité de Supervisores Bancarios de Basilea (BCBS), cabe destacar la revisión de los principios para la supervisión bancaria efectiva (*Core Principles for Effective Banking Supervision*), cuyo texto final se publicó en octubre de 2006. También hay que señalar los trabajos realizados para facilitar la implementación, a nivel internacional, de Basilea II, a través de los trabajos del AIG (*Accord Implementation Group*), uno de los principales subgrupos del BCBS, que está presidido desde noviembre de 2006 por el Banco de España. En este año los trabajos sobre los planes de implementación, intercambio de información entre supervisores y validación fueron los temas centrales. El Banco de España también participó 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 sobre la valoración de activos. Asimismo, estuvo presente en los diversos estudios que el Comité ha llevado a cabo a través de su *Research Task Force*.

Por su parte, en el *Joint Forum*, que coordina a los supervisores bancarios, de valores y de seguros, se trabajó sobre temas relacionados con la gestión del riesgo de liquidez y el análisis de las principales diferencias normativas y de mercado entre sectores, así como sobre los principios relacionados con la continuidad de negocio.

En estrecha colaboración con el Ministerio de Economía, se ha seguido potenciando la relación con el Fondo Monetario Internacional a través de la representación de nuestro país en los órganos de decisión de esta institución, especialmente en el Consejo Ejecutivo y en las reuniones de abril y septiembre del Comité Monetario y Financiero Internacional. Entre los asuntos tratados para los que se elaboraron notas de posición, cabe destacar el proceso de revisión de cuotas que se está llevando a cabo, la actualización de su función de supervisión, el reforzamiento del papel de la institución en las economías emergentes —fundamentalmente mediante la creación de un nuevo instrumento de financiación contingente—, así como la sostenibilidad de sus finanzas y la necesidad de buscar nuevas fuentes de financiación como consecuencia de la fuerte caída que se ha producido en el volumen de crédito concedido.

El Banco de España pasó de miembro colaborador de la ASBA a miembro asociado, incrementando su implicación en las actividades de la asociación

En cuanto al Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), principal foro de cooperación entre los bancos centrales latinoamericanos, el Banco participó en las reuniones de Gobernadores, del Comité de Alternos y del Comité de Auditoría. Este año se han tratado temas de particular relevancia para el Centro, como la modificación de sus estatutos, la elaboración de un manual organizativo y la revisión de la reglamentación administrativa. Asimismo, es de destacar que la Asamblea de la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA) aprobó el cambio de situación del Banco de España dentro de la Asociación, pasando este de miembro colaborador a miembro asociado, lo cual supondrá una mayor implicación del Banco de España en sus actividades.

El Banco ha seguido estrechando su colaboración con los bancos multilaterales de desarrollo —Banco Mundial, Banco Asiático de Desarrollo y Banco Interamericano de Desarrollo— y, a nivel bilateral, con otros bancos centrales y supervisores bancarios, a través de reuniones tanto al más alto nivel como a nivel técnico. Durante este último año cabe destacar, en particular, las reuniones que se han celebrado con el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá, el Banco Central de Brasil y el Banco Central de China.

Asimismo, y en conjunción con el Ministerio de Economía, se ha participado en las reuniones del Club de París y en grupos de trabajo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

La cooperación técnica con otros bancos centrales y organismos internacionales se incrementó un 42% respecto a 2005

La prestación de cooperación técnica y la consiguiente transferencia de conocimiento que supone se han convertido en componentes insustituibles de la proyección exterior del Banco de España. En relación con el año precedente, en 2006 se registró un incremento del 42% en la actividad desplegada en este campo. Continúa siendo muy notable la labor llevada a cabo en el área latinoamericana, donde el Banco de España está en camino de convertirse en la referencia a seguir por muchos bancos centrales y supervisores bancarios. La doble vía de estimular, por un lado, la demanda de cooperación desde las instituciones interesadas y, por otro, la oferta de formación por el propio Banco, a través de la cada vez más frecuente organización de seminarios y cursos, se ha mostrado como la más adecuada en esta región. Sin embargo, en otras áreas geográficas en las que no existe un factor lingüístico y cultural común, el modelo seguido ha sido el cooperativo, de manera que el Banco de España ha integrado sus intervenciones con las de 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 creciente colaboración del Banco con diferentes organismos para la prestación de asistencia técnica en el ámbito internacional, especialmente con el CEMLA, el Consejo Monetario Centroamericano, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, el *Financial Stability Institute* del BPI y el Fondo Latinoamericano de Reservas, así como la intensificación de la cooperación con la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores y otras instituciones y fundaciones. Aunque la cooperación prestada abarca prácticamente todos los aspectos de la actividad de un banco central, la información financiera, las operaciones y las estadísticas se han revelado como las áreas de mayor interés para las instituciones receptoras.

### 3.2 CONFERENCIAS, REUNIONES Y SEMINARIOS ORGANIZADOS POR EL BANCO DE ESPAÑA

De nuevo, en 2006, la actividad del Banco de España ha sido notable en la organización de 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.

En la *Conferencia sobre los Bancos Centrales en el Siglo XXI* celebrada en junio se discutieron los retos en política monetaria, sistemas de pago y estabilidad financiera

Lugar destacado merece la *Conferencia sobre los Bancos Centrales en el Siglo XXI*, organizada a continuación de la reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo celebrada en Madrid en junio y parte integrante de las conmemoraciones del 150 Aniversario de la denominación Banco de España. La conferencia reunió a un selecto grupo de altos funcionarios, banqueros centrales, académicos y representantes de instituciones bancarias y financieras, y pasó revista a los cambios en el papel desempeñado por los bancos centrales en el pasado reciente y a los retos que deben afrontar, especialmente en los ámbitos de la política monetaria, los sistemas de pago y la estabilidad financiera.

También es importante subrayar el papel desempeñado por las conferencias y seminarios cuyo fin es acercar la realidad europea a la de otras regiones. En este sentido, el Banco de España organizó en Madrid, junto al Banco Central Europeo, la tercera edición del *Seminario de Alto Nivel*, que reúne a los gobernadores de la mayor parte de los bancos centrales europeos y latinoamericanos y que fue precedido de un taller de trabajo técnico organizado conjuntamente con el Banco de México. Además, cabe destacar la conferencia co-organizada con la Comisión de Regulación Bancaria China, en Shanghái, sobre *Experiencias de Reestructuración Bancaria*, y el seminario organizado en Toledo con el FMI, dirigido a los países de Oriente Medio y Norte de África, sobre *Modernización de los Bancos Centrales y Reformas Bancarias*.

Otras actividades reseñables en 2006 fueron la presentación del informe del Banco Mundial sobre la reducción de la pobreza y el crecimiento en América Latina y la presentación del in-

forme sobre estabilidad financiera global del FMI. También tuvo lugar la octava edición del Simposio Europeo de Macroeconomía Internacional del *Center for Economic Policy Research* (CEPR), en Roda de Bará. En esta ocasión, los temas que ocuparon un lugar prioritario en la agenda de trabajo fueron la combinación óptima de las políticas monetaria y fiscal, la estabilidad de los mercados financieros, el comportamiento cíclico del mercado de trabajo y los efectos de la globalización.

La Conferencia *Financial Integration and Stability in Europe* analizó las interrelaciones entre integración y estabilidad financieras

Además, se celebró en el Banco de España la conferencia internacional sobre *Financial Integration and Stability in Europe*, co-organizada por el propio Banco, el Banco Central Europeo y el *Center for Financial Studies* de Fráncfort, y centrada en el análisis de las interrelaciones entre integración y estabilidad financieras y los progresos recientes en ambos ámbitos, en la que tomaron parte gobernantes, banqueros centrales, expertos y académicos del más alto nivel.

Por otro lado, el Banco volvió a organizar el *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. Este año se invitó también a los supervisores de otros países donde la banca española está presente. 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.

#### **4 Análisis económico e investigación**

Durante 2006 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 y contribuir a la mejora del conocimiento general de las áreas de interés para la institución.

Las actividades de investigación se han ampliado a nuevos departamentos y áreas de análisis

En este año han continuado las labores de consolidación de las actividades de investigación en los departamentos tradicionalmente involucrados en ella, así como la ampliación y la coordinación de la investigación respecto a otros departamentos y áreas de análisis.

En cuanto a los resultados de estas labores, cabe mencionar que en 2006 se publicaron 39 Documentos de Trabajo y 8 Documentos Ocasionales. El número de trabajos publicados por personal del Banco de España en revistas académicas o en libros especializados fue de 67, 27 de ellos en revistas sometidas a un proceso de evaluación anónima<sup>1</sup>. Algunas de estas revistas son *Economic Journal*, *Journal of the European Economic Association*, *European Economic Review*, *Journal of Public Economics*, *Journal of Financial Economics*, *Journal of Empirical Finance*, *International Journal of Forecasting*, *Journal of Money Credit and Banking*, *Journal of Banking and Finance*, *Economics Letters*, *Emerging Markets Review*, *Economía e International Journal of Central Banking*. Asimismo, durante 2006 otros 25 trabajos, que serán publicados en breve, han sido aceptados en revistas con evaluación anónima, 24 de ellos en revistas internacionales y 1 en una revista nacional.

##### **4.1 ÁREAS PRIORITARIAS DE ANÁLISIS**

La agenda investigadora del Banco de España se dirige prioritariamente a contribuir al conocimiento sobre el funcionamiento de la economía española en el marco de su integración en la UEM (Unión Económica y Monetaria). En relación con estas tareas, durante 2006 las principales áreas de análisis fueron las siguientes: i) las decisiones financieras de los hogares y el mercado

<sup>1</sup>. Para un mayor detalle de estas publicaciones puede consultarse la *Memoria de Actividades de Investigación del Banco de España, 2006*, disponible en [www.bde.es](http://www.bde.es). En dicho documento también se describen, con mayor detalle, el resto de actividades de investigación desarrolladas por el Banco de España durante dicho año.

de la vivienda; ii) los determinantes de la evolución de la productividad en el área del euro; iii) las implicaciones macroeconómicas de los déficits exteriores dentro de una unión monetaria, y iv) el reforzamiento de los instrumentos de modelización y predicción de la economía española.

La investigación se centró en la economía española y su entorno, la economía internacional y la estabilidad financiera y otras cuestiones bancarias

Junto con el análisis de la economía española y de su entorno más próximo, la investigación en el Banco de España también se extiende a temas relacionados con la economía internacional y la estabilidad financiera y a otras cuestiones bancarias.

Por lo que respecta a la economía internacional, la investigación se centra en cuestiones de relevancia económica para España como participante cada vez más activo en la economía global. Durante 2006, la agenda de investigación profundizó en el análisis de los aspectos fiscales, financieros, bancarios y de estabilidad financiera de los países emergentes, en particular América Latina y China. También se comenzaron a abordar temas de comercio internacional y se continuó el desarrollo del análisis empírico y teórico de cuestiones relevantes para la arquitectura financiera internacional.

En lo relativo a la estabilidad financiera y otras cuestiones bancarias, estuvo centrada en i) el análisis de la prociclicidad de Basilea II; ii) el desarrollo de una herramienta eficiente para llevar a cabo *stress testing* de las entidades de depósito, y iii) el estudio de la relación entre la competencia bancaria y la estabilidad financiera, así como el estudio del papel de los bancos en la fragilidad empresarial y en el mercado de crédito, entre otros asuntos.

#### 4.2 RELACIONES CON LA COMUNIDAD ACADÉMICA

El Banco de España presentó sus trabajos de investigación en foros nacionales e internacionales, organizó conferencias y seminarios y participó en las redes de investigación del Eurosistema

Además de la organización de conferencias, reuniones y seminarios (véase el apartado 3.2), el Banco de España utiliza otras tres vías de conexión con la comunidad académica y con las unidades dedicadas al análisis y a la investigación económica en otros bancos centrales e instituciones internacionales.

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. Igualmente, en el seminario de investigación económica organizado por el Banco de España, que en 2006 celebró unas 40 sesiones, investigadores de otras instituciones han presentado sus trabajos ante el personal del banco.

En segundo lugar, el Banco de España ha contribuido en las redes de investigación organizadas dentro del Eurosistema para el análisis de la economía del área del euro, como ha sido el caso durante 2006 de la *Wage Dynamics Network*, y, como otros años, ha participado activamente en la Red de Investigadores de Bancos Centrales del CEMLA.

Finalmente, existen programas regulares de visitantes y de asesores externos que potencian los proyectos que puedan considerarse estratégicos en distintas áreas de análisis y de investigación.

#### 4.3 DIFUSIÓN Y COMUNICACIÓN

Como se ha mencionado anteriormente, las tres vías primarias para la difusión y comunicación de los resultados de la investigación en el Banco de España son las series de Documentos de Trabajo y de Documentos Ocasionales, así como el *Boletín Económico Mensual*, donde se publican, además de artículos regulares de coyuntura económica, resúmenes de trabajos realizados o avances de investigaciones en curso. Junto a estas publicaciones, la revista *Estabilidad Financiera*, creada en 2001, ha 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.

## 5 Supervisión y regulación bancaria

### 5.1 ACTIVIDAD SUPERVISORA

El proceso de prevalidación de los modelos internos avanzados de las entidades caracterizó la actividad supervisora

A 31 de diciembre de 2006, se encontraban bajo la supervisión del Banco de España un total de 494 entidades de diversa naturaleza, de las que 353 eran entidades de crédito, según puede verse en el cuadro 7.1. Adicionalmente, el Banco tiene responsabilidades de supervisión sobre 115 entidades de crédito extranjeras, de forma limitada a su condición de supervisor en base consolidada de los grupos que tienen como cabecera una entidad de crédito española.

El ejercicio 2006 ha estado caracterizado por la dedicación de cuantiosos medios humanos y técnicos al proceso de prevalidación supervisora de los modelos internos avanzados utilizables de acuerdo con la futura normativa de solvencia (Basilea II). Este esfuerzo de validación y de revisión de los cálculos paralelos de las entidades se está prolongando también a lo largo del presente ejercicio. De igual manera que el propio Banco de España, los grupos financieros incursos actualmente en procesos de validación están dedicando considerables recursos a estos procesos, que culminarán, en esta primera etapa, en diciembre de 2007.

El Banco ha continuado revisando los aspectos cuantitativos y cualitativos de los modelos de las entidades, atendiendo a las múltiples variables y circunstancias que los rodean. Los equipos inspectores han analizado los ajustes de los procedimientos de las entidades, la metodología de cálculo y la organización. De igual forma, se ha avanzado en la revisión de los entornos tecnológicos y de la construcción de las bases de datos, así como en la revisión de los test de uso y el gobierno interno.

El nuevo marco contable de las Normas Internacionales de Información Financiera, implantado en diciembre de 2004, tiene ya suficiente recorrido como para poder considerar cerrado el proceso de adaptación con notable éxito. Ahora, los esfuerzos se centrarán en la implantación de la nueva normativa de solvencia, que demandará un esfuerzo adicional en formación y adaptación de los métodos supervisores.

El Banco de España realizó 177 inspecciones in situ en 2006

El proceso de supervisión continuada que el Banco de España aplica con relación a las entidades citadas en el cuadro 7.1, consta de un sistema de seguimiento y análisis de su situación con carácter permanente, reforzado por un programa intenso de inspecciones in situ. En el ejercicio 2006 se realizaron 177 visitas de inspección, de las cuales 96 se encontraban en curso a 31 de diciembre, según el desglose señalado en el cuadro 7.2.

De acuerdo con las labores de planificación de las actuaciones supervisoras, las visitas de inspección pueden ser de distinta naturaleza, bien con un alcance global, bien limitado a determinados aspectos.

El Banco de España remitió 97 escritos de recomendaciones y requerimientos a las entidades supervisadas

Las actuaciones de supervisión del año 2006 se tradujeron en la formulación de 97 escritos de recomendaciones y requerimientos, remitidos a entidades de crédito y otras entidades supervisadas por el Banco de España, sea como destinatarias últimas o en su condición de cabeceras de grupos consolidables, de acuerdo con la distribución detallada en el cuadro 7.3.

Los escritos dirigidos a entidades supervisadas contenían un total de 423 observaciones sobre distintos aspectos, relativos a las materias detalladas en el cuadro 7.4.

El 34% de las recomendaciones hechas por el Banco de España se referían al riesgo de crédito

Como es habitual, el riesgo de crédito, por diferentes conceptos, fue el principal capítulo objeto de recomendaciones, con el 34% del total. Cabe señalar, a este respecto, las llamadas de atención que el Banco realiza sobre la calidad de los controles establecidos en los circuitos

	31.12.2006
TOTAL	494
ENTIDADES DE CRÉDITO	353
Bancos	73
Cajas de ahorros	47
Cooperativas de crédito	83
Sucursales de entidades de crédito extranjeras	70
Establecimientos financieros de crédito	79
Entidades de crédito oficial	1
OTRAS ENTIDADES	141
Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento	25
Establecimientos de cambio	59
Sociedades de tasación	57

## VISITAS DE INSPECCIÓN DURANTE 2006

	FINALIZADAS A 31.12.2006	EN CURSO A 31.12.2006
TOTAL	81	96
ENTIDADES DE CRÉDITO	69	80
Bancos	36	37
Cajas	11	21
Cooperativas	10	12
Sucursales comunitarias	1	2
Establecimientos financieros de crédito	11	8
OTRAS ENTIDADES	12	16
Establecimientos de cambio y transferencias	7	5
Sociedades de garantía recíproca	3	5
Sociedades de tasación	2	6

relacionados con el riesgo crediticio. En especial, a través de estos escritos se han trasladado también a las entidades las reflexiones del Banco de España acerca de los riesgos de las carteras hipotecarias.

El segundo grupo más señalado, con 84 recomendaciones, cerca del 20% del total, se refiere al control interno de las entidades, que abarca, en general, la necesidad de una adecuada gestión por parte de las entidades del conjunto de sus riesgos, así como la mejora en los procedimientos de control interno. Todos estos asuntos constituyen aspectos de constante interés por parte de la supervisión realizada por el Banco de España, lo que enlaza con la preocupación que por el control interno, los sistemas de gestión de riesgos y el gobierno de las entidades muestran también las nuevas regulaciones, en proceso de incorporación al derecho español: nueva normativa de solvencia y la directiva de mercados e instrumentos financieros (MiFID). Por su parte, la estricta vigilancia del cumplimiento de las normas de solvencia ha dado lugar a 30 requerimientos y recomendaciones.

**ESCRITOS DE REQUERIMIENTOS Y RECOMENDACIONES  
A ENTIDADES SUPERVISADAS**

CUADRO 7.3

	2006
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO</b>	
Bancos	24
Cajas de ahorros	14
Cooperativas de crédito	20
Sucursales de entidades de crédito comunitarias	4
Sucursales de entidades de crédito extracomunitarias	5
Establecimientos financieros de crédito	13
<b>OTRAS ENTIDADES</b>	
Sociedades de garantía recíproca	4
Establecimientos de cambio de moneda y transferencias	8
Sociedades de tasación	5

**MATERIA DE LOS ESCRITOS DIRIGIDOS A ENTIDADES SUPERVISADAS**

CUADRO 7.4

<b>TOTAL</b>	423
Contabilización de riesgos crediticios, debilidades en acreditados e incremento de necesidades de cobertura	96
Calidad de los controles del riesgo de crédito (procesos de concesión, seguimiento, etc.)	49
Déficit en fondos de cobertura de otros riesgos	15
Deficiencias en la información a la CIR	22
Incumplimiento de normas relativas a transparencia y relaciones con la clientela	31
Actividades en los mercados de capitales	18
Coefficiente de solvencia	30
Gestión y control interno en general	84
Requisitos de homologación de entidades no de crédito	13
Otros aspectos	65

En 2006, no fue precisa la adopción de ninguna medida cautelar en relación con las entidades supervisadas.

**5.2 ACTIVIDAD SANCIONADORA**

En 2006 se abrieron 17 expedientes a entidades supervisadas y 46 a sus administradores o directivos

Por lo que respecta a los expedientes sancionadores incoados durante el año 2006, se han abierto 17 expedientes a entidades supervisadas y, tramitados de forma conjunta con los anteriores, 46 expedientes a administradores o directivos de las mismas. En particular, y atendiendo a los distintos tipos de entidades sobre los que se ejerce la actividad sancionadora, cabe señalar que se han incoado procedimientos disciplinarios a 1 banco, a 1 sucursal de una entidad de crédito comunitaria, a 1 establecimiento financiero de crédito, a 2 sociedades de tasación, a 5 establecimientos de cambio de moneda extranjera y a 2 establecimientos de cambio de moneda extranjera no autorizados, y, por último, se han tramitado 5 expedientes por incumplimiento del coeficiente de reservas mínimas del BCE.

Las anteriores cifras son similares a las de ejercicios precedentes y suponen consolidar la tendencia existente en los últimos años en lo que se refiere a la corrección disciplinaria no solo

de las entidades sometidas a supervisión que hayan cometido algún tipo de infracción administrativa, sino también de las personas que ostentan cargos de administración y dirección en las mismas. Asimismo, la anterior información también continúa reflejando, como en períodos precedentes, la extensión subjetiva de los sujetos supervisados objeto de apertura de un procedimiento sancionador que abarca a distintas entidades, tales como bancos, sucursales de entidades de crédito, establecimientos financieros de crédito, sociedades de tasación o establecimientos de cambio de moneda extranjera.

Se resolvieron 18 expedientes sancionadores a entidades, con la imposición de 59 sanciones, y otros 56 contra administradores y directivos, que supusieron 171 sanciones

Por lo que respecta a los expedientes sancionadores resueltos a lo largo del ejercicio de 2006, fueron un total de 18 expedientes sancionadores seguidos contra entidades supervisadas y 56 expedientes sancionadores seguidos contra administradores o directivos de las mismas. En cuanto al tipo de infracciones apreciadas en los expedientes tramitados y resueltos en este período, las autoridades competentes han impuesto sanciones, por un lado, a entidades supervisadas por la comisión de 13 infracciones muy graves, 33 graves y 13 leves, y, por otro, a los administradores y directivos de las mismas, por la comisión de 39 infracciones muy graves y 132 graves, habiéndose acordado el sobreseimiento en 2 ocasiones. Asimismo, se han impuesto 5 sanciones derivadas de incumplimiento del coeficiente de reservas mínimas del BCE.

Concluyó el proceso de regularización de los establecimientos de cambio de moneda extranjera con el cese de 347 establecimientos inactivos

Junto a la actividad estrictamente sancionadora, y como consecuencia del evidente paralelismo y las similitudes que presentan con ella, se vienen incluyendo en este apartado la incoación, tramitación y resolución de los expedientes de revocación de la autorización seguidos contra los distintos sujetos supervisados. En este sentido, debe señalarse que en el año 2006 se inició y se resolvió 1 expediente de revocación de la autorización para el ejercicio de la actividad profesional de cambio de moneda extranjera en establecimiento abierto al público. Con este último expediente se cierra el proceso de regularización iniciado en el año 2004 en este sector del mercado, que ha permitido dar de baja a 347 establecimientos inactivos, que ya no desarrollaban la actividad de cambio de moneda extranjera para la que en su día obtuvieron la preceptiva autorización y que aún figuraban inscritos en los registros del Banco de España.

Entrando a valorar las sanciones por infracciones muy graves que se han impuesto a lo largo de este período, procede resaltar las siguientes:

- en cuanto al régimen de participaciones significativas, determinada conducta infractora consistente en la adquisición o el aumento de una participación significativa infringiendo lo dispuesto en el Título VI de la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito;
- en el caso de las sociedades de tasación, las infracciones muy graves sancionadas consistieron, en tres expedientes, en no disponer de la organización, medios y sistemas de control interno exigidos por la normativa; en tres supuestos, en no contar con el porcentaje mínimo exigido de capital íntegramente desembolsado, y no mantener unos fondos propios inferiores a la exigencia de dicho capital mínimo desembolsado; en otro expediente, en la insuficiencia de la cobertura del seguro de responsabilidad civil exigido por la normativa sectorial, y finalmente, en un último supuesto, en la resistencia, negativa y obstrucción a la labor inspectora encomendada al Banco de España;
- por último, en el caso de los establecimiento de cambio de moneda, las conductas infractoras calificadas como muy graves han venido referidas, en dos ocasiones, al incumplimiento de obligaciones relativas a la auditoría externa de las cuen-

tas anuales contenidas en una norma de rango legal; en una ocasión, a la llevanza de la contabilidad con irregularidades esenciales que impiden conocer la situación patrimonial y financiera del establecimiento, y finalmente, en otro caso, a la falta de remisión al órgano administrativo competente de cuantos datos o documentación deban remitírsele o requiera en el ejercicio de sus funciones, o la falta de veracidad en los mismos, cuando con ello se dificulte la apreciación de la situación patrimonial y financiera del establecimiento.

La mayoría de las infracciones graves estuvieron relacionadas con la solvencia, la remisión de información al Banco de España, la contabilización de operaciones y la transparencia

En las sanciones por infracciones graves se incluyen conductas infractoras diversas que dependen en gran medida de la naturaleza de la entidad expedientada, si bien puede señalarse que la mayoría de ellas guardan una estrecha relación con la adecuación general del desarrollo de sus actividades a su normativa aplicable, en lo que se refiere, entre otras, a la solvencia de las entidades, a la correcta remisión de información al Banco de España como elemento fundamental de la actuación supervisora, a la adecuada contabilización de sus operaciones o a la transparencia en la relación con sus clientes.

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, por su propia naturaleza quedan reservadas para aquellos incumplimientos normativos de carácter aislado o de escasa relevancia que no son susceptibles de ser calificados como infracciones muy graves o graves.

### 5.3 CAMBIOS NORMATIVOS

La actividad normativa se centró en la preparación de las futuras normas de transposición de la Directiva de Adecuación de Capital y la Directiva de Mercados Financieros

El año 2006 apenas ha deparado novedades legislativas importantes en lo que se refiere a las normas nacionales de ordenación y disciplina a las que quedan sometidas las entidades de crédito y otros intermediarios financieros sujetos a supervisión del Banco de España. No debe colegirse de ello, sin embargo, que 2006 haya sido un año de relativa inactividad para la regulación bancaria. Antes bien, este ha sido un año de intenso trabajo tanto para el regulador, en su labor de promoción y elaboración de las futuras normas, como para las entidades financieras, que han iniciado ya la necesaria adaptación de sus sistemas, estrategias y procedimientos a la próxima regulación, que se derivará, entre otros asuntos, de la transposición al ordenamiento español tanto de la denominada Directiva de Adecuación de Capital como de la Directiva de Mercados Financieros (MiFID), a las que se alude al final de este capítulo.

Entre los principales cambios normativos acontecidos en el ámbito nacional, cabría distinguir:

- Cambios en el marco jurídico específico de las entidades de crédito.

En este ámbito merece especial atención la Circular 2/2006, de 30 de junio (BOE de 8 de julio), que modifica a la Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos. Esta Circular, publicada en el marco de la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y normativa que la desarrolla, además de regular la información mínima que estos grupos deben remitir al Banco de España, introdujo cambios importantes en la computabilidad de determinados elementos de los recursos propios, en especial al considerar como tales, con ciertos límites, las plusvalías de cartera y la provisión genérica por posibles insolvencias.

Además, también se publicó la Circular 1/2006, de 24 de febrero (BOE del 25), dirigida a las entidades adscritas a un fondo de garantía de depósitos, por la que se modificó la Circular 4/2001, de 24 de septiembre, sobre información de los

saldos que integran la base de cálculo de las aportaciones a los fondos de garantía de depósitos, y alcance de los importes garantizados, para adaptar su contenido a los nuevos criterios de valoración y presentación de los estados financieros como consecuencia de la entrada en vigor de la nueva regulación contable, sin que ello haya alterado ni la base de cómputo de las aportaciones ni el alcance de las coberturas.

- Cambios normativos que, siendo específicos de otras entidades financieras, presentan una influencia notable en el desarrollo de la actividad de las entidades de crédito.

Entre estos cambios cabe mencionar, en primer lugar, los generados por la Ley 26/2006, de 17 de julio (BOE del 18), de mediación de seguros y reaseguros privados, que incorpora no solo nuevos principios sino también nuevas formas y figuras de mediación. Entre estas últimas destaca, a estos efectos, el uso de las redes de distribución de las entidades de crédito bajo la denominación de operadores de banca-seguros.

Asimismo, merecen particular atención los cambios relativos a la comercialización o prestación de servicios de inversión, motivados por la Orden EHA/1199/2006, de 25 de abril (BOE del 26), sobre instituciones de inversión colectiva de inversión libre (*hedge funds* y fondos de *hedge funds*), complementada por la Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- Cambios normativos que, sin producirse en el ámbito regulatorio propio de las entidades financieras, presentan asimismo una especial incidencia en la actividad de las entidades de crédito.

Entre ellos, merecen particular atención los relacionados con la normativa de prevención de blanqueo de capitales, en especial los recogidos en la Orden EHA/1439/2006, de 3 de mayo (BOE del 13), reguladora de la declaración de movimientos de medios de pago; y en la Orden EHA/2619/2006, de 28 de julio (BOE de 10 de agosto), dirigida a los sujetos obligados que realicen actividad de cambio de moneda o gestión de transferencias con el exterior. Ambas normas introducen nuevas medidas relacionadas con la identificación de clientes, con la declaración de movimientos de medios de pago y con el establecimiento de procedimientos de control interno.

Contrastando con esta aparente tranquilidad regulatoria en el marco jurídico financiero nacional, en el año 2006 han tenido lugar importantes cambios normativos en el ámbito comunitario. Dos han sido los aspectos financieros en los que dichos cambios han sido más relevantes:

- De un lado, y en el marco de la solvencia de las entidades financieras, ha tenido lugar la publicación de dos normas de primer nivel: las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, que han modificado sustancialmente las normas sobre adecuación del capital de las empresas de inversión y de las entidades de crédito. Estas Directivas incorporan al ordenamiento jurídico comunitario el denominado Nuevo Acuerdo de Capital (Basilea II), que trae consigo, en múltiples aspectos, un nuevo enfoque en cuanto a los requerimientos y cautelas que afectan a la solvencia de las entidades de crédito.

- En el ámbito de la prestación de servicios de inversión ha tenido lugar, en aplicación del denominado Proceso Lamfalussy, la publicación de sendas normas de desarrollo de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (MiFID), aún pendiente de transposición a la normativa española. En ellas se completan, sobre todo, los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento exigibles a las empresas de inversión y demás entidades, entre ellas las bancarias, que presten servicios de esa naturaleza.

#### 5.4 INFORMACIÓN FINANCIERA Y PRUDENCIAL

##### 5.4.1 Impacto de la Circular Contable

Teniendo en cuenta que la normativa contable se modificó en 2005 para adaptarla a las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas por la Unión Europea, el Banco de España elaboró y publicó en el primer semestre de 2006, una vez procesada y depurada la información remitida por las entidades, un estudio sobre el impacto de la Circular Contable 4/2004 sobre el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias de las entidades de depósito españolas.

##### 5.4.2 Proceso preliminar de consulta sobre la futura Circular de Solvencia

A finales de 2006, el Banco de España inició un procedimiento preliminar de información pública, de carácter extraordinario e informal, sobre el contenido de la futura Circular de Solvencia, que reemplazará a la Circular 5/93, actualmente en vigor. Este proceso de consulta se anticipa a la conclusión del proceso de transposición de la nueva Directiva de Adecuación de Capital a la normativa española y tiene como objetivo facilitar la implantación de la nueva regulación, que entrará en vigor en 2008, permitiendo a las entidades acelerar sus preparativos. A tal fin, este proceso de consulta se caracteriza por ser abierto o dinámico; esto es, los contenidos de la futura circular serán sometidos a consulta a medida que vayan estando disponibles, sin esperar a tener confeccionado el conjunto de la circular.

Este proceso de consulta, abierto con antelación, que ya se realizó con motivo del cambio contable por el que se adoptaban las Normas Internacionales de Información Financiera, tiene también como objetivo plasmar lo que hoy se consideran como mejores prácticas en materia de regulación financiera. Estas mejoras han recibido un considerable empuje en los últimos años por parte de la Comisión Europea, en el marco del Plan de Acción de Servicios Financieros.

La consulta preliminar se acompaña por primera vez de un estudio de impacto de la nueva regulación de capital en tres ámbitos

Como novedad frente a anteriores procesos regulatorios a cargo del Banco de España, e igualmente en línea con las mejores prácticas internacionales en materia de regulación financiera, este se acompaña, por vez primera, de un estudio de impacto de la nueva regulación de capital centrado en tres ámbitos: la financiación de las PYMES, el mercado de titulizaciones y la prociclicidad del nuevo acuerdo. Esta novedad, primer paso en la línea de introducir el análisis coste-beneficio en la regulación bancaria, marcará el futuro camino a seguir, por cuanto es intención del Banco de España que las nuevas regulaciones a su cargo vayan acompañadas de este tipo de estudios.

En el momento de lanzamiento de este proceso informal, se sometieron a consulta pública el capítulo de riesgo de crédito (donde se concentra el mayor volumen de novedades de la nueva regulación) y el correspondiente a las normas sobre información periódica al Banco de España en materia de recursos propios y los estados mediante los cuales ha de rendirse dicha información. En el caso de dichos estados, este proceso de consulta tiene especial trascendencia por cuanto las entidades deben llevar a cabo un considerable esfuerzo de programación informática, y, al dar a conocer esos estados con un año de antelación con respecto a la fecha prevista de entrada en vigor, ello les debe permitir una mejor planificación de sus recursos informáticos.

#### 5.4.3 Actividad XBRL

Todas las entidades de crédito usaron el lenguaje XBRL para enviar su información financiera al Banco de España

En el año 2006 se extendió a todas las entidades de crédito el uso del lenguaje XBRL (eXtensible Business Reporting Language) para el envío de la información financiera pública al Banco de España (balance, cuenta de pérdidas y ganancias, estado de variaciones del patrimonio neto y estado de flujos de efectivo), que un grupo piloto de 8 entidades había iniciado en 2005. Las últimas entidades que se incorporaron fueron los establecimientos financieros de crédito, que remitieron por primera vez los datos correspondientes a diciembre de 2006.

Además, el Banco de España estableció un grupo mixto de trabajo con las asociaciones de entidades de crédito con la finalidad de que estas publicasen los estados financieros de sus entidades asociadas en el lenguaje XBRL en sus respectivas páginas de Internet. Para facilitar esta tarea, el Banco ha prestado a las asociaciones el apoyo técnico que han necesitado. La primera información financiera que se publica en este lenguaje es la correspondiente a enero de 2007.

Con relación a la taxonomía de estos estados financieros, se publicó durante el año una nueva versión con objeto de mejorar la publicada inicialmente.

Debido a que el Banco de España también tiene la intención de solicitar todos los estados reservados que remiten las entidades en lenguaje XBRL, el año pasado se estuvo trabajando intensamente en la elaboración de una primera versión de la taxonomía de los estados que se deberán utilizar cuando se introduzca en España el Acuerdo de Capital (Basilea II). La taxonomía se publicó conjuntamente con el borrador de estados en la página de consulta preliminar en el sitio en Internet del Banco de España. Dichos estados, así como su taxonomía, se basan lógicamente en los aprobados por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS), que se conocen como estados COREP (COmmon REPorting), con objeto de facilitar la convergencia con los restantes supervisores europeos en esta materia.

A lo largo del año se mantuvieron reuniones con el sector para difundir el proyecto COREP en XBRL y, finalmente, se publicó el primer borrador de taxonomía en la página de Internet del Banco, con objeto de que tanto las entidades como los proveedores de aplicaciones informáticas pudieran comenzar a trabajar en el desarrollo de los nuevos estados en lenguaje XBRL, pues, aunque los mismos puedan sufrir modificaciones, estas deberían ser mínimas teniendo en cuenta que se basan en los estados COREP.

#### 5.5 CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS

El número de riesgos directos e indirectos aumentó un 10% el año pasado y su importe un 27,1%

El Banco de España compila, a través de la Central de Información de Riesgos (CIR), información individualizada de los riesgos de crédito que mantienen las entidades declarantes (fundamentalmente las entidades de crédito) con su clientela. Esta información es utilizada por las propias entidades declarantes en la concesión y seguimiento de sus riesgos y, junto con la relativa a los estados financieros de las entidades de crédito, por el propio Banco de España, como elemento fundamental de su labor de supervisión prudencial, manteniendo la confidencialidad de los datos individuales.

La actividad de la CIR experimentó de nuevo en 2006 un importante crecimiento en consonancia con el registrado por la inversión crediticia. Así, en los datos de diciembre de 2006, el número de riesgos directos e indirectos (por garantías de riesgos directos) declarados alcanzó los 31 millones (un 10% más que en el mismo mes del año anterior), ascendiendo su importe total a 3,9 billones de euros (un 27,1% más), y el número de titulares distintos, a 16,8 millones (un 6,8% más). La CIR remitió durante 2006 a las entidades declarantes un total de 269,2 millones de informes de titulares declarados por ellas (un 9% más que en 2005) y facilitó, a petición expresa de las propias entidades,

6,2 millones de informes sobre potenciales nuevos clientes (un 16,4% más). Por su parte, los titulares solicitaron directamente a la CIR un total de 90.648 informes (un 17,8% más), de los que un 50,6% se pidieron en las sucursales y el resto en Madrid (un 14% en ventanilla y un 35,4% por correo).

El número de reclamaciones que los titulares de riesgos realizaron a través de la CIR en relación con los datos declarados a esta pasó de 177 en 2005 a 328 en 2006, lo que supone un incremento del 85,3%.

Con respecto al intercambio de información trimestral con otras seis centrales de riesgos europeas (Alemania, Austria, Bélgica, Francia, Italia y Portugal) sobre titulares personas jurídicas, en el cuarto trimestre de 2006 se recibieron en la CIR datos correspondientes a septiembre de 2006 de 2.934 titulares españoles (23% de incremento sobre los datos del mismo trimestre de 2005), con unos riesgos totales de 184.538 millones de euros (un 39,6% más). Por su parte, la CIR remitió en el mismo período datos de 1.381 titulares residentes en los otros países (un 32% más) con unos riesgos globales de 64.490 millones (un 160,7% más).

La memoria anual de la Central de Riesgos se publicó por primera vez en 2006

Por último, cabe destacar que en 2006 se publicó por primera vez una Memoria de la Central de Información de Riesgos con el objetivo de contribuir a fomentar la estabilidad financiera, mejorar la gestión del riesgo de crédito y de concentración y aumentar la transparencia hacia las entidades supervisadas y el público en general.

5.6 OPTIMIZACIÓN DE PROCESOS

Durante el año 2006, dentro del Proyecto de Optimización de Proyectos que inició la Dirección General de Regulación en 2005, se concretaron los indicadores que iban a utilizar los responsables de las distintas unidades implicadas y se inició su proceso de informatización, con objeto de que estos puedan disponer automáticamente de la información que se considera clave para el control de la gestión. Todo ello ha exigido una revisión pormenorizada de los procesos que esta Dirección General realiza.

## 6 Funciones operativas

6.1 LA GESTIÓN DE LOS ACTIVOS DEL BANCO DE ESPAÑA

El incremento del 5,1% de las necesidades de liquidez de España en 2006 fue cubierto con financiación interbancaria

El incremento de las necesidades de liquidez en España en el año 2006 fue del 5,1%. Este incremento fue cubierto con fondos procedentes de otras entidades de la zona del euro, ya que el saldo medio de préstamos concedidos por el Eurosistema a las entidades en España disminuyó en el ejercicio, pasando de 28.592 millones de euros en 2005 a 23.916 millones de euros en 2006. El incremento en dicha financiación interbancaria, que se reflejó en un aumento en el saldo medio de las Cuentas intra-Eurosistema de 6.968 millones de euros, compensó en exceso la disminución de los préstamos de política monetaria.

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 del Banco de España, que en el lado del activo se tradujo en un incremento de las inversiones en activos denominados en euros. Además, durante el ejercicio 2006 el Banco de España continuó el proceso de fortalecimiento de su situación patrimonial sustituyendo activos no rentables por otros con rendimiento corriente. Vendió 1,3 millones de onzas troy de oro fino (41 toneladas), en el marco del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales. El importe obtenido en la venta se reinvertió en bonos de renta fija en euros y el beneficio contable se destinó a incrementar los recursos propios del Banco. El saldo medio de la cartera de renta fija en euros alcanzó un importe de 52.812 millones de euros. Las tenencias de activos en moneda extranjera se mantuvieron en niveles similares a los de finales del año 2005. El saldo promedio en 2006 fue de 7.827 millones de euros.

De las partidas no gestionables por el Banco de España, en 2006 cabe señalar que la amortización anual de los créditos en euros a las Administraciones Públicas ha continuado propiciando una pérdida gradual de su peso relativo respecto al total del balance.

A 31 de diciembre de 2006, los activos gestionables en euros, divisas y oro alcanzaban los 76.467 millones de euros.

#### 6.1.1 La gestión de las reservas del BCE

El Banco de España gestiona 4.262 millones de dólares de las reservas del BCE

A lo largo del año 2006 el Banco de España ha seguido realizando las operaciones de gestión de una parte de las reservas exteriores del Banco Central Europeo. Hasta finales de 2005, el mandato de gestión se confería en términos idénticos a todos los bancos centrales de la zona del euro. Desde enero de 2006, estos tienen la facultad de elegir realizar la gestión de una parte de la cartera (sean dólares estadounidenses o yenes) o no gestionar las reservas del BCE. La asignación inicial para el Banco de España en esta nueva etapa fue de 4.262 millones de dólares.

#### 6.2 LA GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE PAGO

Los grandes pagos liquidados a través del SLBE crecieron un 37% respecto a 2005

Finalizado el reciente proceso de reforma, el sistema de pago español se articula en torno a dos pilares: 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.

En el ámbito de los grandes pagos, el SLBE se configura como un sistema de liquidación bruta en tiempo real, que, gestionado por el Banco de España, es el componente español del sistema TARGET, núcleo operativo básico del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Durante 2006, primer año completo después de la aludida reforma, el SLBE ha registrado un crecimiento del 37% en el número de operaciones, hasta alcanzar los casi 11 millones de transacciones, por un importe superior a los 82 billones de euros.

Dada la próxima entrada en funcionamiento de TARGET2, la nueva generación del sistema TARGET, el SLBE no ha experimentado cambios sustanciales en su diseño y operativa. Los principales esfuerzos del Banco de España en este campo se han dirigido a la preparación de la migración de la comunidad bancaria española, que tendrá lugar, según lo previsto, en el primer trimestre de 2008.

El Banco de España continúa ejerciendo la vigilancia del SNCE, tras el traspaso de su gestión a los participantes en el sistema

En lo relativo al SNCE, y concluido el traspaso de la gestión del sistema a sus propios participantes a través de la Sociedad Española de Sistemas de Pago (cuyo nombre comercial es Iberpay), el Banco de España ha continuado ejerciendo la vigilancia del sistema y ha comenzado el proceso de refrendar su nueva normativa, de acuerdo con lo previsto en la Ley 41/1999. Durante 2006, el SNCE ha seguido con su crecimiento estable, procesando un total de 1.351 millones de operaciones iniciadas con diversos instrumentos de pago, principalmente adeudos domiciliados, transferencias, cheques, pagarés y efectos de comercio. Los importes procesados también crecieron, hasta alcanzar los 1,9 billones de euros.

En el ámbito de los pagos al por menor, en paralelo a los trabajos a nivel comunitario encaminados a la creación de una Zona Única de Pagos para el Euro (SEPA), el Banco de España viene trabajando junto con la comunidad bancaria nacional y otros sectores implicados en los desarrollos necesarios en un proyecto de tal magnitud y trascendencia y con un calendario tan exigente. La iniciativa se articula en torno a dos hitos principales. El primero tendrá lugar 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 transacciones. 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 realicen 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 pago

En 2006 se publicó, por primera vez, la memoria anual de vigilancia de los sistemas de pago

El Banco de España considera que la vigilancia de los sistemas de pago es una importante herramienta para promover su buen funcionamiento. Por ello, después de publicar un documento con sus funciones y responsabilidades en este ámbito y de sistematizar su desarrollo, el Banco editó en 2006 su primera memoria anual de vigilancia.

Con esta memoria anual, el Banco de España pretende dar la mayor transparencia al ejercicio de la vigilancia, así como a los acontecimientos y desarrollos más destacados en los sistemas de pago nacionales. Además de repasar el grado en el que se han alcanzado los objetivos y los planes de acción propuestos para el futuro, la memoria detalla las actividades de vigilancia llevadas a cabo durante el ejercicio. Entre ellas destacan el seguimiento regular de los sistemas de pago españoles, el análisis exhaustivo del componente español del nuevo sistema TARGET2 y las iniciativas dirigidas a garantizar la continuidad operativa de los sistemas de pago (*business continuity*).

Durante 2006, el Banco ha continuado utilizando diversos instrumentos para el ejercicio de su labor de vigilancia, entre los que destacan, en primer lugar, la aplicación de estándares internacionales, principalmente del BPI 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.

#### 6.3 LA GESTIÓN DE LOS BILLETES

En 2006 la emisión de billetes creció un 16% respecto al año anterior, y la retirada, un 12%

Como parte integrante del Eurosistema, el Banco de España emite y retira de la circulación billetes en euros. En el año 2006, el Banco ha entregado a las entidades de crédito 2.137 millones de billetes, lo que supone un incremento del 16% respecto al ejercicio anterior. De forma paralela, el número de billetes retirados (ingresados en el Banco por estas mismas entidades por un exceso de efectivo en sus cajas) ha crecido un 12% en relación con el ejercicio anterior, alcanzando los 2.291 millones de billetes en el año. 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».

En 2006, la actividad de recuento, selección y tratamiento de billetes en el Banco ha superado los 2.280 millones de billetes, lo que supone un incremento del 14% respecto al ejercicio anterior. Esta actividad se realiza de forma descentralizada en las distintas sucursales del Banco por medio de sistemas mecanizados y maquinaria de alta tecnología.

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 2006, ha puesto en circulación, por cuenta del Tesoro, 1.452 millones de piezas y ha retirado de la circulación 186 millones. Aunque globalmente la emisión neta ha sido positiva, representa un porcentaje ligeramente inferior al del ejercicio precedente (un 12,7% menos).

En 2006 se canjearon billetes y monedas de peseta por valor de casi 40 millones de euros

Durante 2006 se canjearon 1,2 millones de billetes de peseta, por un valor de 36 millones de euros, y 16 millones de monedas de peseta, por un importe de casi 4 millones de euros.

#### 6.3.1 Marco europeo para el reciclaje de billetes

El BCE acordó en diciembre de 2004 un Marco general para el conjunto del Eurosistema, con el fin de establecer normas armonizadas para ayudar a las entidades de crédito en el

cumplimiento de sus obligaciones en la lucha contra la falsificación, para cuidar la calidad de los billetes en circulación y para regular el reciclaje de billetes en la zona del euro. El Banco de España, para la aplicación del citado Marco en nuestro país, aprobó el documento «Cláusulas Generales aplicables al servicio de caja ordinario del Banco de España para los billetes en euros» (BOE 23.11.2006), donde se regulan las condiciones que deben cumplir las entidades de crédito a las que el Banco de España presta el servicio de entrega de billetes al por mayor y donde se establecen las condiciones del servicio de caja que recibirán a cambio del cumplimiento de dichas normas. La entrada en vigor de las Cláusulas fue el 31 de diciembre de 2006, teniendo las entidades un plazo de cuatro años para su implantación.

## 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 y Fondos de Pensiones (DGSFP)]. Las que se elaboran y difunden en el marco del vigente Plan Estadístico Nacional (PEN) (2005-2008), en gran medida coincidentes con requerimientos del SEBC, 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 PDE (Protocolo del Déficit Excesivo). Además, el Banco de España recopila, elabora y difunde, por medio de su Central de Balances, información sobre la situación patrimonial y los resultados de las sociedades no financieras, que se basan en cuestionarios cumplimentados voluntariamente por las empresas colaboradoras. Las estadísticas citadas se difunden en el *Boletín Estadístico*, en publicaciones monográficas y en el sitio web del Banco de España en Internet.

El Banco de España también recopila información de las unidades sujetas a su supervisión y de todos los sectores para elaborar la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional. Estas actividades de recopilación, y la elaboración de las estadísticas antes mencionadas, no definen totalmente la función estadística del Banco de España, porque, además, el Banco utiliza las estadísticas producidas por el resto de las agencias y supervisores nacionales (INE, IGAE, Ministerios, CNMV, DGSFP, etc.), y por los organismos internacionales, como fuente de sus trabajos estadísticos y las pone a disposición de los analistas del propio Banco y de los estudiosos en general. Estas actividades se completan con la activa participación de representantes del Banco de España en los foros estadísticos internacionales (en el ámbito del SEBC, la Comisión Europea, es decir, Eurostat, el Comité Europeo de Centrales de Balances, el FMI, el BPI, la OCDE, etc.), y con 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 2006

Durante 2006 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 el calendario que se difunde en [www.bde.es](http://www.bde.es) desde mayo de 2005. Cada una de las actualizaciones aludidas incorpora las novedades y mejoras metodológicas que se recogen en las diversas publicaciones. De entre ellas merecen destacarse las que se reseñan a continuación.

#### 7.2.1 Estadísticas monetarias y financieras

Durante 2006, respecto de los trabajos que se llevan a cabo en el marco de las estadísticas monetarias y financieras relacionadas con las funciones a que se refiere la Ley de Autonomía:

Se han revisado las estadísticas de entidades de crédito como consecuencia de la adaptación a las NIIF

1. Se ha revisado ampliamente el capítulo 4 del *Boletín Estadístico* referido a las estadísticas de las entidades de crédito deducidas de los estados de supervisión, según lo dispuesto en la CBE 4/2004, que adapta los estados contables de las entidades de crédito a las NIIF. Entre otras cosas: a) estas estadísticas son más detalladas que las que se presentan respecto a estas entidades en el capítulo 8, dedicado a las Instituciones Financieras Monetarias y sus distintas agrupaciones (entre ellas las entidades de crédito), elaboradas a partir de los estados contables específicos en que se basan las estadísticas de la zona del euro, y b) el comienzo de la serie histórica de esta estadística es 1962, año en el que se promulgó la Ley de Nacionalización y Reorganización del Banco de España.
2. Ha seguido a buen ritmo la segunda fase de la implantación de la Base de Datos Centralizada de Valores (CSDB), que permitirá disponer, entre otras, de información valor a valor de las características más relevantes de todos los valores emitidos por las distintas agrupaciones institucionales de los países de la UEM y los que se encuentran en sus carteras, aunque hayan sido emitidos por no residentes en la UEM.
3. Ha concluido la elaboración del primer Reglamento y la primera Orientación del BCE sobre los Fondos de Inversión, cuya aprobación se llevará a cabo en 2007, dando paso a la compilación, por vez primera, de estadísticas armonizadas de este importante grupo de intermediarios financieros.

En el ámbito de las estadísticas recogidas en el PEN durante 2006 se han realizado, entre otros, los siguientes trabajos:

La Encuesta Financiera de las Familias se publicará en 2007

1. Revisión de los capítulos 11 al 14 del *Boletín Estadístico*, relativos a las Administraciones Públicas y sus subsectores, eliminando los cuadros que ya se difunden en el capítulo 1 de las *Cuentas Financieras de la Economía Española* y en los sitios web en Internet del INE o de la IGAE, a la que se remite desde el Boletín, y mejorando y ampliando las estadísticas elaboradas por el Banco de España.
2. Culminación de los trabajos de recogida y depuración de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) correspondientes a 2005-2006. Su publicación tendrá lugar en 2007.

Se ha revisado la base de datos de sectorización de la economía española

3. Revisión completa de la base de datos de sectorización de las unidades institucionales para facilitar su utilización por las unidades informantes y los elaboradores de estadísticas, tanto dentro como fuera del Banco de España. La base de datos de sectorización se difunde en el sitio web del Banco de España en Internet ([www.bde.es](http://www.bde.es)) es bajo el encabezamiento «Sectorización de la economía española».

7.2.2 Estadísticas de Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional

Además del hecho de satisfacer los nuevos requerimientos de información del BCE en el contexto de la elaboración de las estadísticas de la UEM (entre los que merecen destacarse los necesarios para la elaboración de la cuenta del resto del mundo), son novedades en este campo:

El procedimiento de cálculo de las remesas de emigrantes ha sido revisado para corregir su infravaloración

1. La revisión del procedimiento de cálculo de los pagos de la rúbrica «Remesas de emigrantes». Para esta revisión se han utilizado un modelo econométrico que permitió realizar una primera evaluación de la infravaloración de los datos, la información que sigue proporcionando el registro de transacciones económicas con el exterior, y los datos que remiten al Banco de España, en el ámbito de la

Circular 6/2001, los establecimientos de cambio que gestionan transferencias con el exterior. La revisión, que se incorporó a los datos de la Balanza de Pagos del período 2001 a 2005, ha conseguido reflejar de forma más correcta el país de destino de estas operaciones, por lo que ha sido posible comenzar a difundir un detalle geográfico de estas operaciones.

2. Se ha extendido la aplicación del criterio del devengo a las transferencias sin contrapartida entre España y la UE y a todas las rentas derivadas de la inversión de cartera. En el primer caso, se ha utilizado información directamente proporcionada por los Ministerios correspondientes. Por lo que se refiere a las rentas de inversión de cartera, en las que dicho criterio se aplicaba exclusivamente a los pagos de las rentas derivadas de intereses de bonos y obligaciones emitidos en euros por las Administraciones Públicas, se ha utilizado la información de los *stocks* de la Posición de Inversión Internacional, desglosados valor a valor, y los tipos de interés más representativos. La implantación de la Base de Datos Centralizada de Valores (CSDB), mencionada anteriormente, permitirá en el futuro incrementar la calidad de estos cálculos, aplicando a las distintas tenencias de valores los tipos de interés correspondientes a los valores concretos en los que están materializadas.
3. Se ha seguido trabajando en la mejora de las estimaciones de los ingresos de la rúbrica de «Turismo y viajes», así como en la incorporación, tanto en la Balanza de Pagos como en la Posición de Inversión Internacional, de los datos sobre operaciones y saldos de inversión directa procedentes del Registro de Inversiones que gestiona la Dirección General de Comercio e Inversiones del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Estos trabajos, que dieron sus primeros resultados en 2006, deberán culminar en el año 2007.
4. Durante 2006 se han intensificado los trabajos preparatorios para la revisión del sistema de información que se utiliza actualmente para elaborar la Balanza de Pagos. Estos trabajos tienen como objetivo adaptar dicho sistema a los cambios que le afectarán durante 2008 (elevación del umbral de declaración de operaciones transfronterizas a 50.000 euros y entrada en vigor de TARGET2 y otros sistemas de interconexión de los sistemas de liquidación de la zona del euro) y prepararlo para la revisión del Manual de Balanza de Pagos, que se encuentra en fase de redacción avanzada. A este respecto se ha adelantado en la elaboración de un procedimiento de identificación de transacciones internacionales en TARGET2, en el seno de un grupo de trabajo constituido con las entidades de crédito residentes, y, en colaboración con el INE, en la puesta en marcha de una encuesta sobre el comercio internacional de servicios que deberá constituir, a partir de 2008, la base fundamental de la mayor parte de las rúbricas de servicios de la Balanza de Pagos.

El sistema de recopilación de datos para la Balanza de Pagos está en proceso de revisión

7.2.3 Resultados de las sociedades no financieras según la Central de Balances

Durante 2006, la Central de Balances ha seguido colaborando con la Asociación XBRL España, en lo relativo a taxonomías contables y a la implantación, nacional e internacional, de las nuevas Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), tema ligado a la adopción del lenguaje XBRL y vinculado a los esfuerzos que el Banco está llevando a cabo en relación con las entidades de crédito que le remiten sus estados contables y las sociedades no financieras que colaboran con la Central de Balances. El Banco de España ha jugado un papel activo en la creación de un formato estándar para las Centrales de Balances europeas basado en las NIIF y ha participado en la preparación del nuevo Plan General de Contabilidad español, coordinado por el ICAC.

Aproximadamente 1.000 nuevas empresas han empezado a colaborar durante los últimos años con la base de datos anual de la Central de Balances

La Central de Balances también ha consolidado el registro de las operaciones derivadas de la aplicación del Protocolo de Kioto, ha estudiado el impacto de la utilización de las NIIF en los grupos cotizados españoles y ha empezado a utilizar en sus publicaciones una nueva batería de indicadores de la posición financiera de las sociedades no financieras. Además, durante 2006 ha seguido aumentando el número de empresas colaboradoras, hasta el punto que la base de datos anual (CBA) se está cerrando con, aproximadamente, 9.000 empresas (frente a las 8.000 de hace unos años), cuyo VAB supera el 30% del VAB del total del sector. Por su parte, la base de datos trimestral (CBT) está cerrando con más de 800 grandes empresas, cuyo VAB supone, aproximadamente, el 15% del VAB del total del sector. La base constituida por la Central de Balances mediante una selección de las pequeñas empresas con datos coherentes que le han sido facilitadas por los Registros Mercantiles (CBB) supera ya las 400.000 empresas, cuyo VAB supone más del 12% del VAB del total del sector.

## **8 Servicio de Reclamaciones**

El Servicio de Reclamaciones comenzó a publicar en 2006 informes trimestrales de su actividad

El Servicio de Reclamaciones ha continuado durante el pasado año con la labor de modernización y redimensionamiento emprendida en el año 2005, en un contexto de aumento de las reclamaciones y quejas recibidas, así como de mayor complejidad y diversidad de los casos planteados. El cambio más relevante acaecido en el ejercicio ha sido el inicio de la publicación de informes trimestrales de la actividad desarrollada por el Servicio, con estudios estadísticos sobre el trabajo que se ha hecho durante el trimestre analizado. La finalidad de estos informes es ofrecer a usuarios y entidades financieras una información más actualizada de los asuntos que se someten a consideración del Servicio de Reclamaciones, así como exponer los criterios que supongan una novedad en el tratamiento de quejas, reclamaciones y consultas.

Asimismo, se ha mejorado sustancialmente la forma y contenido de la Memoria Anual, modificando su estructura y ampliando y mejorando la información estadística ofrecida, que se ha completado con la inclusión de recuadros informativos de interés para una mejor comprensión de la misma. Además, se han introducido nuevas secciones destinadas a informar sobre los contenidos que se encuentran disponibles a través del sitio web del Banco en Internet, y sobre la actividad desarrollada en el área internacional.

Los criterios utilizados para la resolución de reclamaciones se publican en Internet

En esta sección del sitio web del Banco de España en Internet se han incorporado también los criterios que se utilizan en la resolución de quejas y reclamaciones, debidamente revisados y actualizados, así como una sección de alertas, destinada a avisar a los usuarios financieros de aquellos hechos de interés o relevancia en este campo.

La recepción de consultas por vía telemática, un servicio inaugurado el pasado año, ha experimentado un notable aumento, del 262%, indicativo del interés que ha despertado en el público la posibilidad de utilizar este nuevo canal para la resolución de dudas sobre cuestiones financieras de carácter general. Las materias más consultadas son las relativas a operaciones activas, préstamos y créditos, especialmente en cuanto a aplicación de intereses y comisiones, y las referentes a operaciones pasivas, en cualquiera de sus modalidades. En los últimos meses del año 2006, se ha observado un aumento en la tipología y complejidad de las materias que se someten a consulta ante el Servicio de Reclamaciones, reflejando una mayor madurez financiera en los usuarios que se dirigen al Servicio.

También se ha producido un aumento muy importante de las consultas que se reciben por vía telefónica, como consecuencia de la instalación de un centro de atención telefónica cuyo funcionamiento se ha visto consolidado en este año.

En el área internacional la labor desarrollada por el Servicio ha tenido una gran relevancia, al ser elegida España como miembro del *Steering Committee*, creado como resultado de los trabajos

desarrollados el pasado año por el grupo de trabajo formado por miembros de la red *Finnet*, red para la resolución extrajudicial de conflictos de consumo sobre servicios financieros en la Unión Europea y el Espacio Económico Europeo, con el objetivo de revisar la labor desarrollada por la misma y adoptar medidas que la potencien y desarrollen. El *Steering Committee* es el encargado de poner en práctica el plan de remodelación y potenciación de la actividad, que contempla dar una mayor difusión a la existencia y labor desarrollada por esta Red en el campo de la resolución extrajudicial de conflictos transfronterizos en el ámbito financiero.

Fuera del ámbito europeo, se ha participado en el desarrollo de jornadas formativas organizadas en el marco de las actividades del Comité de Cooperación Técnica del Banco de España.

## 9 Comunicación externa

El Banco de España, como institución integrada en el SEBC y en el marco de las funciones que tiene asignadas por su Ley de Autonomía, aplica una política de comunicación cuyo principal objetivo es dar a conocer a la sociedad española sus actuaciones y contribuir a garantizar la confianza de los ciudadanos en las instituciones y en el sistema financiero en su conjunto. En este sentido, la comunicación externa para el Banco de España es el complemento necesario a su obligación de cumplir con 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 de España, las relaciones con los medios de comunicación durante 2006 han estado orientadas a mejorar el conocimiento que los profesionales de la información tienen sobre las actividades de la institución, pues ellos son un eslabón necesario para hacer llegar ese conocimiento al conjunto de los ciudadanos. En ese contexto, se ha continuado la línea de encuentros informativos periódicos, en los que se ha alternado la divulgación del trabajo de distintos departamentos del Banco, como la presentación por primera vez de la *Memoria del Servicio de Reclamaciones*, con cuestiones de actualidad, como, por ejemplo, los efectos económicos de la inmigración en España.

La cobertura en prensa del Banco de España durante el ejercicio pasado ha estado marcada por los distintos actos programados con motivo del 150 aniversario de su denominación (véase apartado 9.2.1), que le han otorgado una especial visibilidad en los medios.

El otro punto álgido de atención informativa sobre el Banco de España estuvo relacionado con el relevo en los cargos de Gobernador y Subgobernador, siendo particularmente reseñable la cobertura del acto de toma de posesión celebrado en el edificio del Banco el día 18 de julio, con la presencia del Vicepresidente del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda, Pedro Solbes, junto a otras autoridades y destacadas personalidades del mundo económico y financiero.

En 2006 se ha mantenido una considerable demanda de entrevistas con los dirigentes del Banco por parte de los medios de comunicación. En total, representantes del Banco de España han realizado una veintena de entrevistas, tanto de ámbito nacional como internacional, sobre diversos asuntos de actualidad.

Los miembros de los órganos de gobierno del Banco han participado en más de 40 foros nacionales e internacionales, con amplia difusión pública

Las intervenciones públicas de los directivos del Banco de España han vuelto a ser, junto a la difusión de sus publicaciones periódicas, una vía fundamental para comunicar los puntos de vista de la institución sobre la situación económica y el sistema financiero, muy en particular, las comparecencias periódicas del Gobernador ante el Congreso (junio y octubre) y el Senado (noviembre). En 2006, los miembros de los órganos de gobierno del Banco han participado en más de 40 foros nacionales e internacionales, la mayoría de ellos con amplia difusión pública.

Por último, cabe reseñar que se ha mantenido la tendencia a una mayor implicación de la red de sucursales en las actividades de comunicación del Banco de España, dentro del plan para fomentar las relaciones con los medios de comunicación de ámbito local y regional. En este sentido, los directores de sucursales han realizado 16 entrevistas con medios locales y han organizado numerosas visitas escolares a los edificios del Banco en las 22 ciudades que componen su red.

9.2 PROGRAMA DE  
COMUNICACIÓN INSTITUCIONAL  
9.2.1 El 150 Aniversario  
de la denominación Banco de  
España

El programa conmemorativo  
incluyó exposiciones históricas,  
la emisión de un sello y otras  
iniciativas educativas y  
culturales

En 2006, el programa de comunicación institucional del Banco de España se ha centrado fundamentalmente en la celebración de los 150 años de historia del Banco, desde que, el 28 de enero de 1856, la Ley de Bancos de Emisión rebautizó al Banco Español de San Fernando como Banco de España. Los 150 años de existencia bajo esa denominación se han querido conmemorar con una serie de iniciativas culturales, educativas e históricas que acreditan el importante papel que ha jugado el Banco de España en la economía española. Con este objetivo, se desarrolló un programa conmemorativo y un logotipo del Aniversario que ha facilitado la difusión de esta efeméride.

La primera iniciativa del programa conmemorativo se celebró el mismo día 28 de enero con la puesta en circulación de un sello conmemorativo por parte de la Sociedad Estatal de Correos y Telégrafos, cuyo motivo se basaba en los planos realizados por el arquitecto Rafael Moneo de la nueva fachada del edificio del Banco de España.

El 30 de enero se inauguró la exposición dedicada a la historia del edificio principal del Banco de España, que, a través de 380 imágenes, mostró a sus más de 24.000 visitantes las sucesivas etapas de la construcción del edificio de la Plaza de Cibeles, dedicando un espacio preferente a los seis proyectos presentados para la construcción del nuevo chaflán, y en particular, al presentado por Rafael Moneo, que resultó finalmente elegido.

El 9 de mayo, SSMM los Reyes inauguraron una exposición sobre la historia del Banco de España, desde la creación del Banco de San Carlos en 1782 hasta nuestros días, en la que se expusieron documentos y piezas que ilustran los principales hitos en la trayectoria del Banco de España; monedas y billetes emitidos; retratos de personalidades de la vida española y del propio Banco, y los cuadros de su colección que mejor ilustran este amplio período. La exposición fue visitada por más de 14.000 personas.

El Banco de España organizó una Conferencia Internacional en la que diferentes expertos de los bancos centrales y representantes del mundo académico debatieron el papel de los bancos centrales en el siglo XXI los días 8 y 9 de junio, coincidiendo con el Consejo de Gobierno del BCE, que, por segunda vez, se celebraba en Madrid. El 14 de noviembre, con el patrocinio de la Consejería de Cultura y Deportes de la Comunidad de Madrid, se celebró en el Auditorio Nacional de Música de Madrid un concierto extraordinario para los empleados, que han contribuido con su trabajo al buen funcionamiento del Banco de España.

9.2.2 Iniciativas educativas

El lanzamiento del Aula Virtual,  
portal educativo para jóvenes,  
pretende fomentar el  
conocimiento del Banco de  
España y de su misión como  
garante de la estabilidad

Una iniciativa del 150 Aniversario, que adquiere entidad propia más allá de la conmemoración, fue el lanzamiento del Aula Virtual del Banco de España, el portal educativo para jóvenes desarrollado por un equipo multidisciplinar que ha contado con la colaboración de IBM y de la Universidad Complutense de Madrid. El objetivo del Aula es fomentar el conocimiento del Banco de España y difundir su misión como garante de la estabilidad de precios, de pagos y del sistema financiero. El portal, que se presentó a los medios de comunicación el 16 de noviembre, se ha diseñado aunando el rigor en los contenidos con el entretenimiento de los juegos, e incorporando la simulación como herramienta de aprendizaje. La favorable acogida por la comunidad educativa, a la que el Banco informó directamente a través de una campa-

ña informativa, viene avalada por el número de páginas y ficheros visitados, que un mes después de su lanzamiento ascendieron a casi 30.000.

En la fecha de lanzamiento del Aula, el Banco de España anunció la convocatoria de la primera edición del concurso escolar «El Banco de España y la estabilidad en la economía» (2006/2007) para centros escolares que impartan estudios de bachillerato; los equipos participantes, basándose en el portal educativo, se enfrentarán en dos pruebas: una de respuestas múltiples y un ensayo expositivo. El equipo ganador obtendrá un diploma y 12 ordenadores, de los que 3 serán para el centro escolar.

### 9.2.3 Información al ciudadano

El compromiso del Banco de España de aportar información fiable y válida para diversos colectivos hace que su sitio web constituya el canal de comunicación más eficiente. Por ello, el Banco apuesta por una constante actualización de sus contenidos y por la mejora de este potente instrumento. La estadística del sitio web indica que durante el mes de diciembre hubo más de 2.200.000 accesos a páginas y ficheros. A este respecto, destaca el *Portal del Cliente Bancario*, que también recibió un elevado número de visitas. Este Portal, cuyo objetivo es orientar a los consumidores en sus relaciones con las entidades, fue sometido durante 2006 a un exhaustivo proceso de rediseño, tanto formal como de contenidos, que ha concluido a principios de este ejercicio.

Las solicitudes telefónicas y por correo electrónico de los ciudadanos al Servicio de Información Estadística ascendieron a cerca de 5.300 durante este ejercicio, siendo la información más solicitada la relacionada con los datos diarios de tipos de interés y de cambio.

En línea con la intención del Banco de España de acercarse a los diversos colectivos sociales, se han distribuido 18.000 folletos y otros materiales de carácter divulgativo (8.000 unidades), tanto en las jornadas y conferencias celebradas por el Banco, como en las 10.000 visitas que en Madrid y en la red de sucursales se han recibido de ciudadanos, profesionales y estudiantes, entre otros. Paralelamente a estas acciones, el Departamento de Comunicación ha continuado su programa de relaciones institucionales con las visitas al edificio del Banco, por el que han pasado en 2006 numerosos representantes de los medios de comunicación, el mundo universitario, la empresa y las instituciones públicas.

### 9.3 COOPERACIÓN CON EL SEBC

Se ha incorporado la firma  
Eurosistema al logotipo del  
Banco de España

Además de contribuir a la definición y puesta en práctica de la estrategia de comunicación del Eurosistema a través de su participación en el Comité de Comunicación Externa y de la difusión por Internet de las notas y comunicados del BCE, el Banco de España ha desarrollado diversas iniciativas que se enmarcan dentro del Plan de Comunicación del Eurosistema. Entre ellas destaca la incorporación de la firma Eurosistema a las señas de identidad del Banco de España, como consecuencia del acuerdo adoptado por el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales en septiembre de 2005, y la preparación de una campaña informativa sobre los elementos de seguridad de los billetes en euros, consistente en la distribución a los ciudadanos de 3.500.000 folletos a través de la red de oficinas de las entidades de crédito desde septiembre de 2006. Asimismo, durante el año 2006 se han distribuido, por medio de la red de sucursales del Banco de España, 1.200 folletos divulgativos del BCE.

## 10 Organización y administración interna

### 10.1 POLÍTICAS DE RECURSOS HUMANOS

La plantilla total del Banco de España a 31 de diciembre de 2006, incluyendo los empleados contratados temporalmente, ascendía a 2.724 personas. Con respecto al año anterior se ha incrementado la plantilla de sucursales en un 0,7 % sin haber variado en los servicios centrales.

Siguiendo la tendencia de los años anteriores, se ha incrementado el número de empleados de mayor cualificación, alcanzando el 55 % del total de la plantilla.

En el conjunto de la organización se ha mantenido el porcentaje de presencia femenina del 35 %, si bien cabe destacar que, con el nombramiento de una Directora General y una Directora General Adjunta, el Banco de España cuenta con participación femenina en los puestos de Alta Administración por primera vez en su historia

El año 2006 ha sido muy activo en la suscripción de acuerdos con los representantes legales de los trabajadores, materializados tanto en el Convenio Colectivo como en acuerdos específicos de ámbito general.

El Convenio Colectivo 2006 supuso un avance en la conciliación de la vida laboral y familiar

El Convenio Colectivo 2006 se ha caracterizado por dar un importante impulso a la conciliación de la vida laboral y familiar, habiendo incorporado medidas en consonancia con el *Plan Concilia* de la Administración.

En abril de 2006, el Banco de España cesó como Entidad Colaboradora de la Seguridad Social para la prestación de asistencia por contingencias comunes y profesionales en Madrid. Con el fin de seguir asegurando a sus empleados una asistencia sanitaria adicional a la prestada por el Servicio Público de Salud, el Banco suscribió una póliza de asistencia sanitaria con una compañía aseguradora privada, de características similares a la existente en sucursales. Además, se concertó la cobertura de las contingencias profesionales con una mutua de accidentes.

El Banco ha continuado recibiendo estudiantes en prácticas, procedentes del Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF), la Universidad Complutense de Madrid y el Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI).

En materia de formación, además de continuar con las acciones desarrolladas en 2005, se introdujeron nuevos cursos, tanto de formación técnica como de formación en habilidades, orientados estos últimos, fundamentalmente, a la mejora de la participación de los empleados del Banco en el entorno internacional.

Asimismo, se decidió incidir en la formación sobre herramientas de gestión en el ámbito de la dirección de las organizaciones, comenzada en 2004 con los Directores de Departamento. Como en la ocasión anterior, esta formación se ha llevado a cabo en una escuela de negocios de reconocido prestigio a nivel internacional, asistiendo este año el colectivo directamente dependiente de los Directores de Departamento.

El número de horas de formación por empleado en 2006 se incrementó respecto del año 2005, superándose las 45 horas de media. Es importante destacar que la valoración general de las acciones formativas por parte de los empleados ha sido muy positiva, y el 94% de los asistentes recomendaría la acción formativa en la que han participado a otros empleados del Banco, según las encuestas de satisfacción.

## 10.2 ADMINISTRACIÓN E INMUEBLES

El nuevo edificio proyectado por Rafael Moneo cierra el complejo de la sede central del Banco de España en Madrid

En mayo de 2006, con la asistencia de SSMM los Reyes, se inauguró el nuevo edificio, proyectado por Rafael Moneo, con el que se cierra el complejo que conforma la sede central del Banco en Madrid. Las obras finalizaron en el plazo previsto y sin desviaciones sobre los presupuestos aprobados. Además de cerrar la manzana del complejo, el nuevo edificio aporta unas salas plenamente representativas, equipadas con tecnología de vanguardia, óptimas para la celebración de reuniones internacionales de alto nivel.

El programa de remodelación de espacios de trabajo, en los servicios centrales, ha conseguido recuperar espacios para oficinas, de forma que ha permitido albergar las que el Banco mantenía en alquiler en un edificio de la Plaza del Rey, en Madrid.

Asimismo, se han realizado unas nuevas aulas para el desarrollo de recursos humanos, plenamente equipadas, y se ha implementado una nueva sala de Operaciones y Mercados, que mejora la funcionalidad de las instalaciones.

En 2006 se ha completado la instalación de sistemas audiovisuales avanzados en seis salas de reuniones, en las que se podrán realizar videoconferencias, tanto entre los dos edificios de Madrid, como con otras salas externas, estando previsto que estas instalaciones se amplíen a otras salas en el próximo año.

### 10.3 GESTIÓN DOCUMENTAL CORPORATIVA

El Banco de España no se queda al margen de las iniciativas relacionadas con la administración electrónica y está llevando a cabo un importante proyecto de modernización del tratamiento de su documentación, mediante la implantación de la Gestión Documental Corporativa. Este proyecto se inició en el año 2004, y en 2005 se terminaron los trabajos preparatorios de definición del modelo adecuado a las necesidades del Banco, y se realizó su implantación en las unidades piloto seleccionadas. Durante el año 2006 se ha analizado y valorado esta implantación y se han tomado las medidas necesarias para su correcta extensión a todas las unidades administrativas.

Desde este año, varias unidades administrativas se han incorporado al sistema y todas las Comunicaciones Interiores, documento electrónico utilizado como medio de correspondencia interna oficial entre diferentes unidades administrativas (Circular Interna 1/2006), se tramitan a través de la aplicación informática GDC (Gestor Documental Corporativo). Con la implantación de esta herramienta se han normalizado los procesos de elaboración, registro, envío, recepción, archivo y recuperación de las comunicaciones interiores, y está siendo utilizada por todas las unidades administrativas y empleados del Banco, en los servicios centrales y en la red de sucursales. Desde su puesta en funcionamiento el día 1 de abril de 2006 y hasta el 31 de diciembre de ese año, se han tramitado más de 21.000 comunicaciones interiores, lo que ha supuesto un importante ahorro en recursos, tiempo de gestión e inmediatez en el proceso.

### 10.4 SISTEMAS DE INFORMACIÓN

La principal tarea del Banco de España en el área de sistemas de información en 2006 se refiere a la gestión del plan de sistemas anual, compuesto por 126 proyectos. Entre ellos, es de especial relevancia por su volumen en esfuerzo y su importancia para el Banco la adaptación de las aplicaciones al TARGET2. También el año 2006 ha sido el primer año del plan de migración de todo el entorno central, donde se encuentran las aplicaciones críticas del Banco, cambiando la base de datos y las herramientas de programación de Adabas/Natural a Cobol/DB2. Además, se han adaptado todas las aplicaciones a los requerimientos de la Ley de Protección de Datos.

Asimismo, se han instalado versiones de *software* más actualizadas, se ha modernizado el *hardware* de servidores con modelos más potentes y fiables, y se ha desarrollado un plan de contingencias para aplicaciones distribuidas que permite la recuperación de toda la operativa del Banco en dos horas, como existía para el entorno central.

En los ámbitos de Internet/Intranet, se ha implantado un nuevo buscador que permite búsquedas inteligentes, se ha potenciado la gestión documental con la inclusión de las Comunicaciones Interiores en un sistema automatizado (como se detalla en el epígrafe 10.3), y se han facilitado herramientas para el desarrollo y puesta en práctica de aplicaciones vía Internet.

En relación con la seguridad informática, se ha seguido invirtiendo en planes de mejora y en robustecer los sistemas, y se ha terminado de implantar para todos los usuarios la firma electrónica, así como la validación de los certificados.

Por su parte, el CAU (Centro de Atención a Usuarios) ha tenido una gran actividad, atendiendo más de 41.000 llamadas, servicio valorado como excelente por los usuarios. Además, se han renovado 690 equipos de usuario y se han seguido donando equipos a ONG y a empleados del Banco una vez amortizados.

En la gestión de procesos, se ha acometido la reingeniería de la Secretaría General, y se ha dado soporte a las actividades de mejora de la Dirección General de Regulación, cuyo plan fue definido previamente. Asimismo, se ha terminado el Plan de Continuidad de Negocio del Banco y se ha gestionado toda la metodología para la gestión de riesgos del Banco.

#### 10.5 INTERVENCIÓN GENERAL

El proceso de capitalización del Banco ha concluido, elevando el total de recursos propios hasta 2.000 millones de euros

El proceso de capitalización del Banco de España, iniciado en 2005, ha concluido con la incorporación de 500 millones de euros a la cifra de reservas, con lo que el total de recursos propios se sitúa en 2.000 millones de euros, en consonancia con los criterios expresados repetidamente por el Banco Central Europeo de mantener y fortalecer los recursos propios de los bancos centrales nacionales del Eurosistema.

La firma Deloitte SL fue designada como nuevo auditor tras un proceso de selección

Siguiendo las «Buenas prácticas para la selección de auditor externo», aprobadas por el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, en 2006 el Banco de España ha procedido a efectuar un nuevo proceso de selección de auditor, habiéndose designado para realizar dicha función a la firma Deloitte, SL, tras la Recomendación 2006/18 del Banco Central Europeo, de 13 de noviembre, y la Decisión 2007/97 del Consejo de la Unión Europea, de 12 de febrero.

En el ámbito de la contabilidad financiera, siguiendo las directrices del SEBC, en 2006 se han modificado los criterios de periodificación de los resultados por ingresos y gastos financieros, contabilizándose diariamente, en vez de a fin de cada mes, los intereses devengados en moneda extranjera. Igualmente, han pasado a considerarse como realizados los resultados procedentes de las operaciones a plazo en divisas y de los futuros de tipos de interés.

En contabilidad de costes, el Banco de España ha profundizado durante 2006 en la mejora de sus sistemas, en especial en el ámbito de los costes por funciones, y ha adaptado sus criterios de contabilización a la metodología común de costes del Eurosistema con objeto de armonizar la información en este campo.

El control interno se ha apoyado, de forma más intensiva, en las posibilidades que ofrecen las tecnologías de la información para obtener un mejor aprovechamiento de las mismas.

#### 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. 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, quien da cuenta a la Comisión Ejecutiva. Conforme al Plan 2006, 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; Ley Orgánica de Protección de Datos (LOPD); cumplimiento del artículo 17 del Reglamento de Medidas de Seguridad; nóminas; administración de seguridad informática de la Central de Balances; tesoro artístico; arqueo de las reservas estratégicas depositadas por el Banco Central Europeo; volumen de producción de billetes en euros; contabilización de las Cuentas Intra-Euro-sistema; plan y operativa de continuidad de negocio; TARGET2; inspección ordinaria de las sucursales de Bilbao, Oviedo, Santander, Valencia y Zaragoza, y extraordinaria de la sucursal de Las Palmas.

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA  
EJERCICIO 2006

## 1 Introducción

Las cuentas anuales del Banco de España, tal como establece el artículo 29.1 de su Reglamento Interno, aprobado por Resolución de su Consejo de Gobierno de 28 de marzo de 2000 (BOE de 6 de abril), comprenden el balance, la cuenta de resultados y la memoria explicativa. Conforme a lo previsto en el mencionado artículo, dichas cuentas han sido elaboradas siguiendo las orientaciones e instrucciones contables del Banco Central Europeo (BCE)<sup>1</sup>, establecidas en virtud del artículo 26.4 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)/BCE sobre normalización de principios y prácticas contables del Eurosistema, así como la normativa contable interna en los casos en los que aquellas no son aplicables. La citada normativa interna sigue los principios contables de general aplicación, adaptados a las características especiales de las operaciones y funciones de un banco central.

Las cuentas anuales del Banco de España han sido sometidas, de acuerdo con lo establecido en los artículos 29 y 32 de su Reglamento, a la auditoría de su Departamento de Auditoría Interna y al análisis y examen de la Comisión de Auditoría designada al efecto por el Consejo de Gobierno del Banco. Asimismo, dichas cuentas han sido auditadas por auditores externos independientes, tal como establece el citado artículo 29 de su Reglamento Interno y el artículo 27 de los Estatutos del SEBC.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 4.2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, corresponde al Gobierno, a propuesta del ministro de Economía y Hacienda, aprobar el balance y cuentas del ejercicio del Banco, que serán remitidos a las Cortes Generales para su conocimiento. Corresponde al Consejo de Gobierno del Banco, a tenor de lo establecido en el artículo 21.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 2005 se presentan únicamente para facilitar su comparación con las de 2006. 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 2006. 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. Orientación del Banco Central Europeo de 5 de diciembre de 2002, sobre el Régimen jurídico de la contabilidad y la elaboración de informes financieros en el SEBC (BCE/2002/10), con sus modificaciones. Con efecto 1 de enero de 2007, esta Orientación ha sido derogada y sustituida por la Orientación BCE/2006/16.

## 2 Balance y cuenta de resultados

BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2006

En millones de euros

	NÚMERO NOTA	2006	2005
<b>ACTIVO</b>			
<b>1. Oro y derechos en oro</b>	<b>1</b>	<b>6.467,38</b>	<b>6.399,79</b>
<b>2. Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>		<b>3.855,62</b>	<b>8.192,89</b>
2.1. Activos frente al FMI	2	674,33	1.067,17
2.2. Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	3	3.181,29	7.125,72
<b>3. Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	<b>4</b>	<b>1.176,98</b>	<b>2.331,17</b>
<b>4. Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>		<b>912,78</b>	<b>1.926,30</b>
4.1. Depósitos, valores y préstamos	5	912,78	1.926,30
4.2. Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		—	—
<b>5. Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria</b>	<b>6</b>	<b>21.865,81</b>	<b>31.930,55</b>
5.1. Operaciones principales de financiación		18.695,60	29.377,70
5.2. Operaciones de financiación a más largo plazo		3.169,93	2.552,72
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		0,29	0,13
<b>6. Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	<b>7</b>	<b>1,98</b>	<b>3,82</b>
<b>7. Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	<b>8</b>	<b>29.396,07</b>	<b>46.401,37</b>
<b>8. Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	<b>9</b>	<b>7.416,32</b>	<b>7.979,12</b>
<b>9. Cuentas intra-Eurosistema</b>	<b>10</b>	<b>29.834,73</b>	<b>17.425,78</b>
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)		25.075,06	12.666,11
<b>10. Partidas en curso de liquidación</b>		<b>2,71</b>	<b>0,85</b>
<b>11. Otros activos</b>		<b>36.880,40</b>	<b>2.269,24</b>
11.1. Inmovilizado material e inmaterial	11	210,72	203,97
11.2. Otros activos financieros	12	34.090,77	69,18
11.3. Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	13	201,33	—
11.4. Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	14	1.511,27	1.100,82
11.5. Diversos	15	866,31	895,26
<b>TOTAL ACTIVO</b>		<b>137.810,78</b>	<b>124.860,88</b>

	NÚMERO NOTA	2006	2005
<b>PASIVO</b>			
<b>1. Billetes en circulación</b>	<b>16</b>	<b>62.864,84</b>	<b>56.558,34</b>
<b>2. Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria</b>	<b>17</b>	<b>20.558,76</b>	<b>16.531,07</b>
2.1. Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)		20.558,13	16.531,07
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		0,64	—
<b>3. Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>		<b>—</b>	<b>—</b>
<b>4. Certificados de deuda emitidos</b>		<b>—</b>	<b>—</b>
<b>5. Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>		<b>17.503,08</b>	<b>15.627,89</b>
5.1. Administraciones Públicas	18	15.057,47	13.277,69
5.2. Otros pasivos	19	2.445,62	2.350,20
<b>6. Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	<b>20</b>	<b>126,59</b>	<b>28,08</b>
<b>7. Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>		<b>2,07</b>	<b>3,55</b>
<b>8. Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>		<b>154,14</b>	<b>126,29</b>
8.1. Depósitos y otros pasivos	21	154,14	126,29
8.2. Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		—	—
<b>9. Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	<b>22</b>	<b>341,12</b>	<b>361,52</b>
<b>10. Cuentas intra-Eurosistema</b>	<b>23</b>	<b>24.113,87</b>	<b>23.667,70</b>
10.1. Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema		24.113,87	23.667,70
10.2. Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)		—	—
<b>11. Partidas en curso de liquidación</b>	<b>24</b>	<b>205,57</b>	<b>240,86</b>
<b>12. Otros pasivos</b>		<b>548,05</b>	<b>457,35</b>
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	238,25	123,31
12.3. Diversos	27	309,80	321,73
<b>13. Provisiones</b>	<b>28</b>	<b>2.651,57</b>	<b>2.706,65</b>
<b>14. Cuentas de revalorización</b>	<b>29</b>	<b>5.293,55</b>	<b>5.786,33</b>
<b>15. Capital y reservas</b>		<b>1.500,00</b>	<b>4,54</b>
15.1. Capital	30	1.000,00	1,37
15.2. Reservas	31	500,00	3,17
<b>16. Beneficio del ejercicio</b>	<b>32</b>	<b>1.947,57</b>	<b>2.760,72</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>		<b>137.810,78</b>	<b>124.860,88</b>

	NÚMERO NOTA	2006	2005
1. Ingresos por intereses	1	3.493,02	2.449,71
2. Gastos por intereses	2	1.442,89	865,40
<b>3. Ingresos netos por intereses (1-2)</b>		<b>2.050,13</b>	<b>1.584,31</b>
4. Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	3	453,04	817,24
5. Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	4	239,54	189,63
6. Dotaciones y excesos de provisión por riesgo de tipo de cambio y precio	5	-1,36	1,16
<b>7. Resultado neto por operaciones financieras, saneamientos y dotaciones para riesgos (4-5-6)</b>		<b>214,86</b>	<b>626,44</b>
8. Ingresos por honorarios/comisiones		15,43	11,91
9. Gastos por honorarios/comisiones		6,25	4,19
<b>10. Ingresos netos por honorarios/comisiones (8-9)</b>	<b>6</b>	<b>9,17</b>	<b>7,72</b>
11. Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	7	20,22	18,83
12. Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios	8	21,23	11,36
13. Otros ingresos y quebrantos	9	81,73	1.026,39
<b>14. TOTAL INGRESOS NETOS (3+7+10+11+12+13)</b>		<b>2.397,34</b>	<b>3.275,04</b>
15. Gastos de personal	10	204,63	195,54
16. Gastos en bienes y servicios	11	111,18	102,98
17. Amortización del inmovilizado	12	33,97	27,15
18. Costes de producción de billetes	13	89,48	52,36
19. Otros gastos		2,26	2,41
<b>20. TOTAL GASTOS OPERATIVOS (15+16+17+18+19)</b>		<b>441,52</b>	<b>380,44</b>
21. Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones	14	8,26	133,88
<b>22. BENEFICIO DEL EJERCICIO (14-20-21)</b>	<b>15</b>	<b>1.947,57</b>	<b>2.760,72</b>

V.º B.º  
El Gobernador,



MIGUEL FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ

El Interventor General,



ANTONIO ROSAS

### 3 Memoria explicativa

#### 3.1 Normativa contable

##### 1 PRINCIPIOS BÁSICOS

Para la elaboración de las cuentas anuales se han aplicado los principios contables de: realidad económica y transparencia, empresa en funcionamiento, prudencia, registro de acontecimientos posteriores al cierre, importancia relativa, devengo y consistencia y comparabilidad.

##### 2 CRITERIOS DE CONTABILIZACIÓN

Las cuentas se han preparado siguiendo el criterio general del coste histórico, con las modificaciones necesarias para incorporar el precio de mercado en los valores negociables de renta fija, en el oro y en la posición en moneda extranjera. Los futuros se valoran diariamente a precio de mercado y las participaciones significativas en el capital de sociedades a valor teórico contable.

En general, las operaciones realizadas con activos y pasivos se contabilizan en la fecha de su liquidación. No obstante, desde el 2 de noviembre de 2006, el Banco de España aplica el denominado criterio económico<sup>2</sup>, en su método alternativo. De acuerdo con este método, las operaciones a plazo con divisas y con oro se registran en la fecha de contado (habitualmente, dos días después de la fecha de contratación), salvo que entre la fecha de contratación y la fecha de contado medie un fin de ejercicio, en cuyo caso tienen que contabilizarse en la fecha de contratación.

Los criterios de valoración concretos aplicados a los distintos activos y pasivos han sido los siguientes:

##### Oro

Se contabiliza por su precio de adquisición<sup>3</sup>, determinado por el efectivo satisfecho, incluidos todos los gastos inherentes a la operación.

El coste de las ventas se obtiene aplicando el método LIFO diario. En el caso de que el efectivo a desembolsar o a percibir venga establecido en una divisa diferente del euro, se convierte a euros al tipo de cambio medio existente en el mercado dos días hábiles antes de la fecha de liquidación de la operación.

El último día de cada mes, las existencias de oro se valoran al precio de mercado en euros de la onza troy de oro fino. Las plusvalías o minusvalías no realizadas (excepto en el caso de minusvalías a fin de año) se reflejan en una cuenta de ajuste, con abono o adeudo, respectivamente, a una cuenta de revalorización o de gasto. 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.

---

<sup>2</sup> Definido en la Orientación del Banco Central Europeo de 5 de diciembre de 2002, sobre el Régimen jurídico de la contabilidad y la elaboración de informes financieros en el SEBC (BCE/2002/10), con sus modificaciones. Con efectos 1 de enero de 2007, esta Orientación ha sido derogada y sustituida por la Orientación BCE/2006/16. <sup>3</sup> A 31/12/1998 se ajustó su precio de adquisición en función del precio de mercado existente en aquel momento, y se abonaron las plusvalías latentes a cuentas de revalorización. Estas plusvalías se van posteriormente abonando a resultados cuando se realiza la venta del activo o bien se utilizan para compensar minusvalías latentes puestas de manifiesto con posterioridad en dicho activo.

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

Desde el 2 de noviembre de 2006, fecha en que entró en vigor el denominado criterio económico, en su método alternativo, las operaciones de compraventa de divisas al contado se contabilizan en su fecha de liquidación, afectando a la posición en moneda extranjera desde esa fecha. En aplicación también de dicho criterio, las pérdidas y ganancias derivadas de las operaciones de venta de divisas al contado se consideran igualmente realizadas desde su fecha de liquidación. Por su parte, las operaciones de compraventa de divisas a plazo se contabilizarán en cuentas fuera de balance en la fecha de contado de la operación, afectando a la posición en divisas y considerando el resultado de la operación realizado en dicha fecha.

Las compras se contabilizan por su precio de adquisición en euros. Las compras y las ventas de divisas contra euros se valoran al tipo de cambio concertado en la operación, mientras que en las operaciones de compraventa de divisas contra divisas la valoración en euros se efectúa al tipo de cambio medio de mercado de la divisa vendida en la fecha de contratación de la operación. Las operaciones en una divisa que no supongan modificación de la posición global de la misma no afectan al valor contable de dicha posición.

El coste en euros de las divisas vendidas se calcula por el método LIFO diario.

En aplicación del mencionado criterio económico, los intereses devengados en moneda extranjera se contabilizan diariamente, empleándose normalmente el tipo de cambio medio de mercado del día. En el caso de no poder disponer del tipo del día, se aplica el último tipo de cambio medio de mercado disponible. Las cuentas de periodificación que recogen los intereses devengados en divisas a cobrar o pagar pasan a formar parte de la posición en divisas.

Las divisas son objeto de regularización mensual, debiendo valorarse a su precio de mercado. Dicha regularización se efectúa sin compensar plusvalías con minusvalías de diferentes monedas. Las plusvalías y minusvalías (a excepción de las minusvalías en fin de año) se reflejan en cuentas de ajuste, con abono y adeudo, respectivamente, a cuentas de revalorización y cuentas de gasto. Tanto unas como otras son canceladas al final del mes siguiente.

Las minusvalías existentes a fin de año se llevan a la cuenta de resultados del ejercicio, afectando, en ese caso, al coste medio de la divisa de que se trate. Tales minusvalías se consideran irreversibles en revaluaciones posteriores.

#### Billetes extranjeros

Se aplican los mismos criterios establecidos en el apartado anterior para las divisas.

#### Derechos especiales de giro

Los derechos especiales de giro y la posición neta en el Fondo Monetario Internacional se valoran al cambio de mercado de los derechos especiales de giro al cierre del ejercicio, con los mismos criterios que el resto de las divisas.

#### Valores

Desde 15 de junio de 2006, el Banco de España mantiene dos carteras de valores diferenciadas: una cartera de valores de negociación y otra cartera de valores a vencimiento.

En ambos casos, los valores se contabilizan por su precio de adquisición<sup>4</sup>, determinado por el efectivo satisfecho, deducido, en su caso, el cupón bruto devengado.

El coste de las ventas o amortizaciones se determina en función del precio medio contable del valor de que se trate. No se podrán efectuar ventas de los valores pertenecientes a la cartera a vencimiento, excepto en circunstancias excepcionales y autorizadas por la Comisión Ejecutiva.

Los valores de la cartera de negociación son objeto de regularización mensual, debiendo valorarse a su precio de mercado. Dicha regularización se efectúa sin compensar plusvalías con minusvalías de diferentes códigos-valor. Las plusvalías y minusvalías (a excepción de las minusvalías en fin de año) se reflejan en cuentas de ajuste, con abono y adeudo, respectivamente, a cuentas de revalorización y cuentas de gasto. Tanto unas como otras son canceladas en regularizaciones posteriores. Las minusvalías existentes a fin de año se llevan a la cuenta de resultados del ejercicio, abonando su importe directamente en la cuenta de valores y modificando el precio medio contable del código-valor afectado y, por tanto, su tasa interna de rendimiento. Tales minusvalías se consideran irreversibles, no siendo canceladas al final del mes siguiente.

Sobre los valores de la cartera de vencimiento no se efectúa ningún proceso periódico de valoración.

Las primas, descuentos y cupones devengados y no vencidos serán objeto de la periodificación correspondiente, empleando para su cálculo la tasa interna de rendimiento de cada código-valor. Estas periodificaciones se realizan diariamente, salvo en la cartera de negociación de deuda pública española anotada, en la que se efectúan con carácter mensual.

Las referencias efectuadas en este apartado a los precios de adquisición y de mercado, tratándose de valores en divisas, se entenderán referidas a la divisa correspondiente, traspasando estos importes a euros, según se establece en el apartado «Divisas».

#### Operaciones temporales con valores

Las adquisiciones temporales de valores se registran en el activo del balance como préstamos con garantía por el efectivo concedido. Los valores adquiridos bajo este tipo de acuerdo no son revalorizados ni pasan a formar parte de la cartera.

Las cesiones temporales de valores se registran en el pasivo del balance como depósitos recibidos con garantía de valores, sirviendo de contrapartida el efectivo recibido. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del Banco de España y son tratados como si siguiesen formando parte de su cartera. Los acuerdos de recompra que se refieran a valores denominados en moneda extranjera no producen efecto alguno sobre el coste medio de la posición en divisas.

En los préstamos directos de valores, la adquisición y cesión temporal efectuadas de forma simultánea se contabilizarán independientemente, registrando cada una de ellas de acuerdo a las normas de valoración expuestas en los dos párrafos anteriores.

---

4. A 31/12/1998 se ajustó el precio de adquisición de los valores en función del precio de mercado existente en aquel momento, abonándose las plusvalías latentes a cuentas de revalorización y adeudando a resultados las minusvalías no realizadas. Las plusvalías se van posteriormente abonando a resultados cuando se realiza la venta del valor correspondiente o bien se utilizan para compensar minusvalías latentes puestas de manifiesto con posterioridad en el mismo valor.

Los préstamos automáticos de valores (contratos que facultan al depositario de los valores a prestarlos a un tercero en operaciones a un día, con determinadas limitaciones establecidas en el propio contrato) no son objeto de registro en el balance, contabilizando exclusivamente los ingresos obtenidos dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias. Las operaciones vivas a fin de año se registran en cuentas de orden.

Activos en situaciones especiales Todos los activos sobre cuya recuperación existen dudas razonables se contabilizan en cuentas diferenciadas, dotando sobre ellos la correspondiente provisión.

Créditos a entidades financieras y saldos con bancos centrales de la Unión Europea Se valoran por su nominal.

Créditos singulares al Estado 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 Como criterio general, el inmovilizado se valora inicialmente por su precio de adquisición, entendiéndose por tal el importe de los desembolsos dinerarios realizados o comprometidos, incluidos los costes directamente relacionados con la ubicación del activo en el lugar y en las condiciones necesarias para que pueda operar en la forma prevista, tales como transporte, instalación, honorarios profesionales por servicios legales, impuestos no recuperables, más el valor razonable de las demás contraprestaciones entregadas.

Los descuentos comerciales y los realizados por defectos en los activos recibidos se registran como menor valor de adquisición de los mismos. Por su parte, los descuentos por pronto pago y los realizados por retrasos en el plazo de entrega pactado se contabilizan, en la cuenta de resultados dentro de otros ingresos o como un menor gasto, en su caso, sin afectar al precio de adquisición del bien adquirido.

No se consideran inmovilizado aquellos activos que, aunque cumplan las condiciones para ser considerados como tales (es decir, sean activos no financieros en propiedad del Banco que se espere utilizar durante un plazo superior a 12 meses y que contribuyan directa o indirectamente al cumplimiento de los objetivos de la entidad y/o a la generación probable de ingresos en el futuro, y además sea posible una valoración fiable de su coste), no superen en general el importe de 600 euros (6.000 en el caso de edificios, construcciones e instalaciones), aunque pueden existir excepciones.

Sólo se activan las ampliaciones, sustituciones, renovaciones y mejoras que superen el límite de 6.000 euros y cuando además es posible registrar la baja contable de las partes sustituidas.

Después de su reconocimiento inicial, el inmovilizado se valora al precio de adquisición minorado por la amortización acumulada y por las eventuales pérdidas por deterioro.

El coste de adquisición de un inmovilizado, neto de su valor residual, se amortiza sistemáticamente durante su vida útil, de forma lineal, con carácter mensual y comenzando a partir del mes siguiente al de su fecha de contabilización. Con carácter general, se estima un valor residual nulo para todos los elementos amortizables del inmovilizado, salvo cuando exista un mercado profundo y líquido para activos similares del que se pueda derivar el valor residual. Los terrenos, tesoro artístico e inmovilizado en curso no se amortizan

Los coeficientes de amortización y la vida útil estimada para los distintos elementos del inmovilizado aplicados en 2006 han sido los siguientes:

	Coeficiente de amortización (%)	Vida útil (años)
Edificios y construcciones	2	50
Obras de remodelación	4	25
Instalaciones (a)	10	10
Instalaciones de seguridad	20	5
Mobiliario y enseres	10	10
Máquinas de oficina no informáticas. Para el tratamiento de billetes y monedas	10	10
Máquinas de oficina no informáticas. Otras máquinas de oficina	20	5
Equipos para procesos de información	25	4
Elementos de transporte. Coches y motos	25	4
Elementos de transporte. Camiones y autocares	10	10
Bibliotecas	10	10
Otro inmovilizado material	20	5
Aplicaciones informáticas	20	5
Propiedad industrial	—	Número de años de uso exclusivo

a. Salvo las instalaciones de seguridad, que tendrán una vida útil de cinco años (20%).

Existe deterioro en un activo cuando su valor en libros supere al valor recuperable, en cuyo caso, y sólo si se trata de importes relevantes, se reconoce una pérdida por deterioro, reduciéndose de forma simultánea el valor en libros del elemento y modificándose su base amortizable.

#### Billetes en circulación

El BCE y los bancos centrales nacionales (BCN) que, junto con él, forman el Eurosistema emiten billetes euro desde el 1 de enero de 2002<sup>5</sup>. El valor total de los billetes euro en circulación se contabiliza asignando a cada banco central del Eurosistema, el último día hábil de cada mes, un importe en función de la clave de asignación de billetes<sup>6</sup>.

Al BCE se le ha asignado una participación del 8% del valor total de billetes euro en circulación, mientras que el 92% restante se ha asignado al conjunto de los BCN y se reparte entre ellos de acuerdo con sus respectivas claves en el capital del BCE. La parte de los billetes asignada a cada BCN se muestra en la rúbrica «Billetes en circulación» del pasivo del balance.

La diferencia entre el valor de los billetes euro asignados a cada BCN de acuerdo con la clave de asignación de billetes y el valor de los billetes euro que de hecho pone en circulación da

5. Decisión del Banco Central Europeo de 6 de diciembre de 2001 sobre la emisión de billetes euro (BCE/2001/15) DOL 337, 20.12.2001, con sus modificaciones. 6. Se denomina clave de asignación de billetes a la que resulta de aplicar un 92% a la clave de participación en el Eurosistema (el 8% restante se atribuye al BCE).

lugar a la aparición de saldos intra-Eurosistema remunerados. Estos activos o pasivos, que devengan intereses<sup>7</sup>, se muestran en el epígrafe «Cuentas intra-Eurosistema.- Activos/pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema» (véase «Cuentas intra-Eurosistema» en este apartado sobre normativa contable).

Desde 2002 hasta 2007, los saldos intra-Eurosistema derivados de la asignación de billetes euro se ajustan para evitar cambios significativos en las posiciones relativas de ingresos de los BCN que inicialmente formaron parte del Eurosistema en comparación con ejercicios anteriores. Los ajustes se determinan teniendo en cuenta las diferencias entre el importe medio de billetes en circulación de cada BCN en el período comprendido entre julio de 1999 y junio de 2001 y el importe medio de billetes que les habrían sido asignados durante ese período según su clave en el capital del BCE. Los ajustes se van reduciendo anualmente hasta final de 2007. No obstante, la entrada de Eslovenia en el Eurosistema el 1 de enero de 2007 supone la aparición de un nuevo ajuste de este tipo, que afectará al período 2007-2012.

Los ingresos y gastos por intereses sobre estos saldos se compensan a través de cuentas con el BCE y se muestran dentro de la rúbrica de la cuenta de resultados «Ingresos netos por intereses».

De acuerdo con la Decisión del BCE de 17 de noviembre de 2005 (BCE/2005/11), sobre la distribución entre los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes de los ingresos del BCE por billetes en euros en circulación, derivados del 8% de billetes euro que tiene asignados, estos ingresos pertenecen a los bancos centrales nacionales y su distribución tiene carácter anual<sup>8</sup>. Dicha Decisión establece que el Consejo de Gobierno del BCE puede decidir, no obstante, antes de final de ejercicio, que dichos ingresos se transfieran en todo o en parte a una provisión del BCE para la cobertura de riesgos de tipo de cambio e interés 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.

#### Cuentas intra-Eurosistema

La participación del Banco de España en el capital del BCE, la contrapartida de las reservas transferidas a este y el saldo neto resultante de las transferencias emitidas y recibidas por TARGET<sup>9</sup> entre los bancos centrales nacionales del SEBC, incluido el BCE, dan lugar a cuentas intra-Eurosistema. También dan lugar a este tipo de cuentas los saldos frente al BCE resultantes de la asignación de billetes euro en el Eurosistema, del resultado de la aportación y asignación de los ingresos monetarios y de las posiciones frente al mismo por el aplazamiento de cobros y pagos diversos.

En el caso de las operaciones TARGET, el saldo resultante se incluye como activo o pasivo, según corresponda, en el epígrafe «Otros activos/pasivos intra-Eurosistema (neto)». Los saldos intra-Eurosistema resultantes de la asignación de billetes euro en el Eurosistema se incluyen como activo o pasivo en el epígrafe «Activos/pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema», dependiendo de cuál sea su saldo neto (véase «Billetes en circulación» en este apartado sobre normativa contable).

7. 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, con sus modificaciones. 8. 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. 9. Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real.

Reconocimiento de ingresos  
y gastos

Los ingresos y gastos se registran en el período en el que se devengan.

Las ganancias realizadas y las pérdidas realizadas y latentes se traspasan a la cuenta de pérdidas y ganancias. Para calcular el precio de adquisición de los elementos vendidos se utiliza el método del coste medio para los valores y el LIFO diario para las divisas y el oro. En el caso de pérdidas no realizadas en algún elemento a final de año, su coste medio se reduce hasta ajustarlo al precio de mercado y/o tipo de cambio de fin de año.

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, traspasándose a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se llevan a la cuenta de pérdidas y ganancias en la medida en que excedan a las ganancias previas por revalorizaciones registradas en las correspondientes cuentas de revalorización, no revirtiendo en años siguientes frente a nuevas ganancias no realizadas. Las pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro, no se compensan con las ganancias no realizadas en otra moneda o valor.

Las primas o descuentos en valores adquiridos se calculan y presentan como ingresos por intereses y se periodifican a lo largo de la vida residual de los activos, junto con los cupones que se van devengando, de acuerdo con el método de la tasa de rendimiento interno.

Plan de Pensiones

El Plan de Pensiones se encuadra entre los denominados de empleo, en la categoría de aportación definida. El Fondo, por su parte, es de carácter externo y tipo cerrado. Las contribuciones que realiza el Banco de España por los empleados que, incorporados al mismo con posterioridad al 1.2.1986, forman parte del Plan y tienen derecho a ello, están establecidas en el 7,5% del denominado sueldo regulador, compuesto por los conceptos salariales fijados en el Reglamento del Plan, imputándose las cantidades aportadas por el Banco como un gasto corriente del ejercicio al que corresponden.

Posiciones registradas fuera de  
balance<sup>10</sup>

La posición a plazo en moneda extranjera, formada por las operaciones a plazo en divisas y por la parte a plazo de las operaciones *swaps* de divisas, se incluye en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio.

Con carácter general, las pérdidas y ganancias derivadas de posiciones registradas fuera de balance son registradas y tratadas de forma similar a las pérdidas y ganancias de activos y pasivos del balance. En concreto, y en aplicación del criterio económico, las pérdidas y ganancias derivadas de las posiciones mantenidas en futuros de tipos de interés se consideran realizadas en el momento en que se produce la liquidación diaria por diferencia. En el caso de futuros denominados en moneda extranjera, las citadas liquidaciones afectarán a la posición en divisas en el día en que se produzcan.

Acontecimientos posteriores  
al cierre del balance

Los activos y pasivos se ajustan para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno formula los estados financieros, si tales acontecimientos afectan de forma significativa a la situación de aquellos.

---

<sup>10</sup> La posición neta resultante de las operaciones a plazo y *swaps* con divisas, así como las diferencias de valoración por tipo de cambio generadas por dicha posición, se reflejan dentro del balance en el epígrafe 11.3 del activo o en el 12.1 del pasivo, de acuerdo con su signo.

### 3.2 Notas explicativas al balance

#### 1 ORO Y DERECHOS EN ORO

Las tenencias de oro a cierre del ejercicio se elevan a 6.467,38 millones de euros, equivalentes a 13,399 millones de onzas troy<sup>11</sup> de oro fino valoradas a 482,69 euros por onza. El valor de dichas tenencias es superior en 67,58 millones al de 2005, como consecuencia fundamentalmente del aumento del precio de mercado (al cierre de 2005, la onza cotizaba a 434,86 euros), y ha tenido lugar a pesar de las ventas realizadas a lo largo del ejercicio (1,318 millones de onzas troy) en el marco del Acuerdo del oro entre bancos centrales, de 8 de marzo de 2004.

#### 2 ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—ACTIVOS FRENTE AL FMI

Este epígrafe está integrado por tres componentes:

- a La posición en el Fondo Monetario Internacional (FMI) en el tramo de reservas. Representa el contravalor en euros de los DEG correspondientes a las divisas cedidas al FMI, bien por la participación inicial de España en dicho Organismo y por las sucesivas ampliaciones de la misma, bien por la financiación neta otorgada al FMI. En 2006 no tuvo lugar ninguna modificación en la cuota de España en el FMI, que se mantuvo en 3.048,90 millones de DEG.
- b Los derechos especiales de giro (asignaciones). Representan el contravalor en euros de las sucesivas asignaciones de dicha divisa realizadas por parte del FMI. Las variaciones sobre las asignaciones se deben, especialmente, a operaciones de acuerdos de préstamos a terceros países y al cobro o pago de intereses por las posiciones que se mantienen frente al FMI.
- c Otros activos frente al FMI. Refleja el importe que el Banco de España ha cedido al FMI como contribución al Servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza. A través de este fondo se financian préstamos a bajo interés para los países más pobres. El Banco de España mantiene un compromiso de contribuir a dicho Servicio hasta un importe de 425 millones de DEG.

Su composición en ambos ejercicios es la siguiente:

En millones de euros				
Tipo de activo	2006	2005	Variación	
Posición en el tramo de reservas	302,75	636,39	-333,65	
Derechos especiales de giro (por asignaciones)	254,20	280,81	-26,61	
Otros activos frente al FMI	117,38	149,96	-32,58	
<b>TOTAL</b>	<b>674,33</b>	<b>1.067,17</b>	<b>-392,84</b>	

En conjunto, el valor de los activos frente al FMI disminuyó en 392,84 millones de euros respecto a su saldo a final de 2005. La disminución se produce básicamente en la cuenta de la Posición en el tramo reservas, por las devoluciones netas efectuadas por el FMI de préstamos concedidos a terceros países (Argentina, Turquía, Serbia, Indonesia, Ucrania, Bulgaria) que han satisfecho sus obligaciones. De la mencionada disminución, 328,57 millones de euros se deben a reducción neta de los importes en divisas y el resto, 64,27 millones, a la variación registrada entre los dos ejercicios en los tipos de cambio de mercado.

Los DEG aparecen valorados al tipo de mercado de fin de año, calculado por el BCE para todos los bancos centrales nacionales del Eurosistema, de 1€ = 0,875964 DEG. Los DEG se

<sup>11</sup>. Cada onza troy es equivalente a 31,1035 gramos.

definen en términos de una cesta de monedas. Su valor se determina como la suma ponderada de los tipos de cambio de las cuatro divisas más importantes: dólar USA, euro, yen japonés y libra esterlina. El tipo de interés, que se actualiza semanalmente, se ha mantenido entre el 3% y el 4% durante el ejercicio.

3 ACTIVOS EN MONEDA  
EXTRANJERA FRENTE A NO  
RESIDENTES EN LA ZONA  
DEL EURO.—DEPÓSITOS,  
VALORES, PRÉSTAMOS Y OTROS  
ACTIVOS EXTERIORES

Se recogen en este epígrafe los depósitos, los valores de renta fija de la cartera de negociación y otros activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro. Su importe total a 31.12.2006 se eleva a 3.181,29 millones de euros, con el detalle que figura en el cuadro siguiente:

En millones de euros			
Tipo de activo	2006	2005	Variación
Depósitos	873,17	1.355,72	-482,55
Valores (a)	2.306,77	5.768,63	-3.461,85
Otros	1,35	1,38	-0,03
<b>TOTAL</b>	<b>3.181,29</b>	<b>7.125,72</b>	<b>-3.944,43</b>

a. A 31 de diciembre de 2006, parte de la cartera de valores en dólares, por un valor de mercado de 1.920,81 millones de dólares USA, se encontraba cedida temporalmente a través de contratos de préstamos automáticos de valores con los depositarios de estos valores.

A 31 de diciembre de 2006, el 99,8% de estos activos estaba denominado en dólares USA. El contravalor en euros de estos dólares se ha trasladado al balance al cambio de mercado de cierre del ejercicio (1 € = 1,3170 \$ USA).

El descenso del saldo de este epígrafe (3.944,43 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	-3.121,03
Por la regularización a cambios de mercado a 31 de diciembre	-826,26
Por la regularización a precio de mercado a 31 de diciembre	-3,88
Por los intereses a cobrar no vencidos	7,57
Otros	-0,83
<b>TOTAL</b>	<b>-3.944,43</b>

La principal causa de la disminución de este epígrafe ha sido la reducción del saldo mantenido en valores de la cartera de negociación (2.794,50 millones de euros) como consecuencia de la sustitución de parte de esta cartera por cartera a vencimiento, registrada en el epígrafe 11.2 del activo (Otros activos.—Otros activos financieros).

4 ACTIVOS EN MONEDA  
EXTRANJERA FRENTE A  
RESIDENTES EN LA ZONA  
DEL EURO

Esta rúbrica del balance puede incluir tanto depósitos como valores. A 31.12.2006, se mantenían exclusivamente depósitos en instituciones financieras monetarias por importe de 1.176,98 millones de euros. Dicho saldo ha disminuido en 1.154,19 millones de euros respecto del año anterior por su colocación en otras plazas financieras fuera de la zona del euro.

5 ACTIVOS EN EUROS FRENTE  
A NO RESIDENTES EN LA ZONA  
DEL EURO.—DEPÓSITOS,  
VALORES Y PRÉSTAMOS

Recoge el saldo de cuentas corrientes a la vista en corresponsales y los valores de la cartera de negociación denominados en euros. Del importe de este epígrafe (912,78 millones de euros), la casi totalidad (912,18 millones) corresponde a valores de renta fija emitidos en euros por organismos internacionales, que experimentaron, no obstante, una disminución de

1.013,56 millones respecto a su saldo a 31.12.2005, debido a la sustitución progresiva de parte de la cartera de negociación por la ya mencionada cartera a vencimiento creada en el año 2006.

6 PRÉSTAMOS EN EUROS  
CONCEDIDOS A ENTIDADES  
DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL  
EURO EN RELACIÓN CON  
OPERACIONES DE POLÍTICA  
MONETARIA

Esta rúbrica recoge el importe de los préstamos concedidos a entidades de crédito de la zona del euro y a través de los que se ejecuta la política monetaria. Su detalle, por tipo de operación, se refleja en el cuadro siguiente:

En millones de euros			
Tipo de operación	2006	2005	Variación
Operaciones principales de financiación	18.695,60	29.377,70	-10.682,10
Operaciones de financiación a más largo plazo	3.169,93	2.552,72	617,21
Operaciones temporales de ajuste	—	—	—
Operaciones temporales estructurales	—	—	—
Facilidad marginal de crédito	—	—	—
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0,29	0,13	0,15
<b>TOTAL</b>	<b>21.865,81</b>	<b>31.930,55</b>	<b>-10.064,74</b>

Su saldo a 31 de diciembre de 2006 es inferior en un 31,52% al de 2005, habiendo disminuido el saldo medio diario de la financiación otorgada a lo largo del año en un 16,35% (23.916,45 millones en 2006, frente a 28.592,20 millones en 2005).

El 85,96% del saldo medio anual de la financiación se otorgó a través de «Operaciones principales de financiación», y otro 14,00% se concedió mediante «Operaciones de financiación a más largo plazo». A través del resto de instrumentos únicamente se financió el 0,04% de dicho saldo medio.

a. Operaciones principales  
de financiación

Estas operaciones desempeñan un papel crucial en la consecución de los objetivos de control de los tipos de interés, gestión de liquidez en el mercado y señalización de la orientación de política monetaria. 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 31.12.2006 era de 18.695,60 millones de euros, habiendo disminuido respecto al 31.12.2005 en 10.682,10 millones, como consecuencia de una mayor preferencia de las instituciones financieras monetarias por la financiación exterior, reflejada en la posición intra-Eurosistema procedente de operaciones TARGET.

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 31.12.2006 era de 3.169,93 millones de euros, habiendo aumentado en relación con el año anterior en 617,21 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, aunque a lo largo del ejercicio se han producido cinco operaciones temporales de ajuste de inyección de liquidez en el Eurosistema, obteniendo financiación las entidades de crédito españolas en cuatro de ellas.

d. Operaciones temporales  
estructurales

El Eurosistema también puede realizar operaciones temporales de mercado abierto, a través de subastas estándar, con el fin de modificar su posición estructural de liquidez frente al sector financiero.

A fin de año su saldo era cero, igual que el año anterior, no habiendo tenido lugar ninguna operación estructural a lo largo del ejercicio.

e. Facilidad marginal de crédito

Las entidades de contrapartida pueden utilizar la facilidad marginal de crédito para obtener liquidez a un día de su banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, contra activos de garantía. Dicho tipo de interés está penalizado respecto al tipo de intervención establecido en las subastas semanales u operaciones principales de financiación.

Al cierre del ejercicio 2006 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 31.12.2006 presentaba un saldo de 0,29 millones de euros, con un incremento de 0,15 millones en relación con el año anterior.

7 OTROS ACTIVOS EN EUROS  
FRENTE A ENTIDADES  
DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL  
EURO

En esta rúbrica se incluyen los activos frente a las entidades de crédito no relacionados con la gestión de la política monetaria. Su saldo a 31.12.2006, 1,98 millones de euros, recoge el importe de las cuentas corrientes de corresponsalía mantenidas con entidades de crédito, habiendo disminuido en 1,85 millones respecto a 2005.

8 VALORES EMITIDOS  
EN EUROS POR RESIDENTES  
EN LA ZONA DEL EURO

Recoge el importe de la cartera de negociación, constituida en su totalidad por valores de renta fija denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro, con el siguiente detalle:

En millones de euros			
Tipos de valores	2006	2005	Variación
Emitidos por Administraciones Públicas	25.741,27	43.893,39	-18.152,12
<i>Cartera doméstica de deuda anotada del Estado español</i>	6.240,97	10.245,79	-4.004,82
<i>No españolas</i>	19.500,30	33.647,60	-14.147,30
Emitidos por instituciones financieras monetarias	3.654,80	2.507,98	1.146,82
<i>Españolas</i>	1.112,29	888,84	223,45
<i>No españolas</i>	2.542,51	1.619,14	923,37
TOTAL	29.396,07	46.401,37	-17.005,30

El saldo de esta rúbrica a 31.12.2006 es de 29.396,07 millones de euros<sup>12</sup>, de los que el 87,6% (25.741,27 millones) corresponden a valores emitidos por Administraciones Públicas, y el resto (3.654,80 millones) a valores de renta fija de instituciones financieras monetarias de la zona del euro. De los valores emitidos por Administraciones Públicas, 19.500,30 millones son no domésticos, y 6.240,97, deuda anotada del Estado.

El conjunto de estos valores experimentó una disminución de 17.005,30 millones de euros en 2006. En concreto, la cartera de renta fija de Administraciones Públicas no españolas disminuyó en 14.147,30 millones y la deuda anotada del Estado en 4.004,82, mientras que los valores emitidos por instituciones financieras monetarias aumentaron en 1.146,82 millones.

La sustitución de parte de esta cartera por la cartera a vencimiento creada en el año 2006, registrada en el epígrafe 11.2 del activo (Otros activos.—Otros activos financieros), a medida que se amortizaban o vendían valores explica, en parte, la disminución de este conjunto de valores. En concreto, las variaciones se deben a las causas que se señalan en el cuadro siguiente:

En millones de euros	
Causas de la variación	Importe
Ventas netas de valores	-17.059,15
Plusvalías latentes netas a fin de año	-64,03
Intereses implícitos devengados	117,88
TOTAL	-17.005,30

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. Se amortizan en un plazo de veinticinco años, mediante amortización lineal anual a partir del año 1999, inclusive.

<sup>12</sup>. A 31 de diciembre de 2006 parte de la cartera de valores en euros, por un valor de mercado de 91,21 millones de euros, se encontraba cedida temporalmente a través de préstamos automáticos de valores firmados con los depositarios de estos valores.

El saldo vivo a 31 de diciembre del año 2006 de los créditos otorgados al Estado asciende a 6.415,85 millones de euros, según el siguiente detalle:

En millones de euros			
	2006	2005	Variación
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 3/1983	1.757,26	1.854,89	-97,63
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 4/1990	4.168,78	4.516,18	-347,40
Tesoro Público. Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales	489,80	530,62	-40,82
<b>TOTAL</b>	<b>6.415,85</b>	<b>6.901,69</b>	<b>-485,84</b>

La variación experimentada se debe exclusivamente a las cuotas de amortización anual de los citados créditos, cuyas cuantías quedan reflejadas en el cuadro anterior.

#### b. Seguridad Social

El saldo a fin de ejercicio de este epígrafe, 1.000,47 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 2006 en este epígrafe (76,96 millones de euros) corresponde al pago de la séptima 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	2006	2005	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)	25.075,06	12.666,11	12.408,96
<b>TOTAL</b>	<b>29.834,73</b>	<b>17.425,78</b>	<b>12.408,96</b>

#### a. Participación en el capital del BCE

A 31.12.2006 el capital del BCE suscrito y desembolsado por el Banco de España ascendía 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.

Hay que señalar, como hechos posteriores al cierre del ejercicio, que el 1 de enero de 2007 se ha producido un cambio de la clave de capital del BCE, como resultado de la incorpora-

ción de dos nuevos miembros al SEBC (Bulgaria y Rumanía). Basándose en la Decisión del Consejo de 15 de julio de 2003 sobre los datos estadísticos a usar para la determinación de la clave en la suscripción de capital del Banco Central Europeo, la correspondiente al Banco de España ha disminuido desde el 7,7758% con 25 países, hasta el 7,5498% con 27 países. No obstante, a pesar de que la clave de España disminuye en términos porcentuales, el epígrafe del activo «9.1.— Participación en el capital del BCE» ha aumentado en enero de 2007 en 2,22 millones respecto a diciembre de 2006, hasta la cifra de 434,92 millones, como resultado del aumento del peso relativo del Banco de España en el capital del BCE, consecuencia de la revisión de los datos de PIB y población realizada con motivo de la mencionada incorporación de los nuevos miembros al SEBC.

b. Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE

Representan la deuda del BCE con el Banco de España por la transferencia a aquel de activos exteriores de reserva. Estos activos están denominados en euros y tienen un valor fijo desde el momento de su transferencia. Se remuneran al tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, ajustado para reflejar una remuneración nula para el componente de oro. Su saldo a fin de ejercicio asciende a 4.326,98 millones de euros, igual que a fin del ejercicio anterior.

Como hechos posteriores al cierre del ejercicio, hay que mencionar que los ajustes de la clave de capital y los cambios resultantes en las participaciones de los BCN en el capital suscrito del BCE han hecho necesario también ajustar los activos con los que el BCE acreditó a los BCN por sus aportaciones de activos de reserva exteriores al mismo. Pese a la reducción experimentada por la clave de capital del Banco de España, su activo contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE (epígrafe del activo 9.2) ha aumentado en enero de 2007 en 22,20 millones de euros respecto a diciembre de 2006, hasta una cifra de 4.349,18 millones de euros, como resultado del aumento del peso relativo del Banco de España en el capital del BCE y, consecuentemente, en las reservas que corresponde transferir a cada BCN.

c. Activos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema

Al ser acreedor el saldo neto de las cuentas que forman este epígrafe, esta información se presenta en el pasivo del balance, de acuerdo con las normas del Eurosistema.

d. Otros activos intra-Eurosistema (neto)

Su saldo a 31.12.2006, 25.075,06 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 25.053,82 millones, y las cuentas de corresponsalía presentaban un saldo igual a 0,01 millones. Hay que señalar que, desde el 30 de noviembre de 2000, los saldos resultantes de las transferencias realizadas a través de TARGET frente a los bancos del Eurosistema, así como frente al resto de bancos de la Unión Europea, son cancelados y sustituidos por un único saldo frente al BCE. La remuneración de la posición deudora 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 21,23 millones de euros a fin de ejercicio.

Finalmente, en relación con 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, debe señalarse que, hasta el 17.11.2005, el BCE procedía trimestralmente al abono a cuenta de los ingresos relacionados con el señoreaje de sus billetes. Sin embargo, tras la aprobación de la Decisión del Banco Central Europeo de 17 de noviembre de 2005, sobre la distribución entre los bancos centrales nacionales de los Estados miembros, participantes de los ingresos del Banco Central Europeo por billetes en euros en circulación (BCE/2005/11), el BCE distribuye los ingresos por billetes euro en circulación obtenidos cada año el segundo día hábil del ejercicio siguiente, pudiendo el Consejo de Gobierno del BCE decidir, antes de final de ejercicio, que no se distribuyan en todo o en parte estos ingresos (véase «Billetes en circulación» en el apartado 3.1.2). En este ejercicio, el Consejo ha acordado retener los ingresos relacionados con el señoreaje de sus billetes correspondiente al ejercicio 2006, con objeto de incrementar la provisión para la cobertura de los riesgos de tipo de cambio e interés o fluctuación del precio del oro creada en 2005, y por ello el saldo de este componente a fin de ejercicio es cero.

#### 11 INMOVILIZADO MATERIAL E INMATERIAL

El saldo de este epígrafe ascendía, al cierre del ejercicio, a 210,72 millones de euros, de los que 470,47 millones correspondían a su coste y 259,74 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			
	2006	2005	Variación
INMOVILIZADO MATERIAL	384,63	373,03	11,60
Terrenos y solares	4,52	4,54	-0,02
Edificios, construcciones y obras de remodelación	78,78	77,30	1,48
Instalaciones	124,00	118,37	5,62
Mobiliario y enseres	30,76	28,12	2,64
Máquinas de oficina no informáticas	42,87	42,75	0,11
Equipos para procesos de información	45,13	44,57	0,56
Elementos de transporte	8,81	8,70	0,12
Bibliotecas	8,67	8,02	0,65
Otro inmovilizado material	3,21	3,04	0,17
Tesoro artístico	37,88	37,62	0,26
INMOVILIZADO INMATERIAL	34,63	31,16	3,47
Aplicaciones informáticas	34,57	31,16	3,41
Propiedad industrial	0,05	0,00	0,05
INMOVILIZADO EN CURSO	51,21	36,70	14,51
Edificios, instalaciones y otras construcciones en curso	48,77	35,14	13,63
Aplicaciones informáticas en curso	1,74	1,43	0,32
Otro inmovilizado en curso	0,70	0,13	0,56
TOTAL	470,47	440,89	29,58

En millones de euros

Amortización acumulada	2006	2005	Variación
INMOVILIZADO MATERIAL	-234,84	-212,03	-22,81
Edificios, construcciones y obras de remodelación	-26,52	-24,95	-1,57
Instalaciones	-106,77	-86,87	-19,90
Mobiliario y enseres	-18,92	-18,27	-0,65
Máquinas de oficina no informáticas	-35,17	-33,87	-1,30
Equipos para procesos de información	-34,46	-32,09	-2,38
Elementos de transporte	-4,31	-4,18	-0,14
Bibliotecas	-6,11	-5,66	-0,45
Otro inmovilizado material	-2,56	-2,28	-0,28
Tesoro artístico	0,00	-3,86	3,86
INMOVILIZADO INMATERIAL	-24,90	-24,89	-0,01
Aplicaciones informáticas	-24,86	-24,89	0,03
Propiedad industrial	-0,04	0,00	-0,04
TOTAL	-259,74	-236,92	-22,82

El incremento del inmovilizado durante el año 2006 se ha debido fundamentalmente a la construcción del edificio de cierre de la sede central del Banco de España en Madrid, así como al desarrollo de aplicaciones informáticas.

En relación con el incremento registrado en la amortización acumulada (22,82 millones), una parte importante del mismo (19,90 millones) corresponde a Instalaciones. De dicho importe, el 78% procede del cambio en los porcentajes de amortización por la variación en la duración de la vida útil estimada de estos activos, por aplicación de los criterios armonizados establecidos en la metodología común de costes del Eurosistema aprobada por el Consejo de Gobierno del BCE en sus reuniones de 22 de julio de 2004, 15 de febrero de 2005 y 6 de abril de 2006.

## 12 OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

El saldo de este epígrafe a fin de ejercicio, 34.090,77 millones de euros, recoge la cartera a vencimiento del Banco de España y otras inversiones financieras.

Con objeto de asegurar unos rendimientos estables a lo largo del ciclo, la Comisión Ejecutiva, en su sesión del 15 de junio de 2006, autorizó la creación de una cartera a vencimiento. Dicha cartera, que se valora al coste amortizado, permite conseguir mayor estabilidad en los beneficios anuales, al no estar sujeta al registro anual de plusvalías y minusvalías latentes.

La cartera a vencimiento del Banco de España presenta los siguientes saldos a fin del ejercicio 2006:

En millones de euros

Valores de la cartera a vencimiento	2006
En moneda extranjera	4.164,92
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>	4.164,92
<i>Emitidos por residentes en la zona del euro</i>	0,00
En euros	29.878,21
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>	3.702,55
<i>Emitidos por residentes en la zona del euro</i>	26.175,65
TOTAL	34.043,12

En este epígrafe se incluyen además otras inversiones financieras por importe de 47,64 millones, que corresponden fundamentalmente a la participación del Banco de España en la Sociedad Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. y en el Banco Internacional de Pagos. La disminución de estos activos financieros en 21,54 millones de euros se debe esencialmente a la venta de parte de las acciones de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A., como consecuencia de la oferta pública de venta efectuada en el marco de su salida a Bolsa (13,45 millones), operación que ha supuesto el registro de una plusvalía de 107,79 millones de euros (véase nota 9 a la cuenta de resultados), así como a la reducción del valor teórico de dichas acciones derivado del reparto de dividendos con cargo a reservas (8,27).

13 DIFERENCIAS  
POR VALORACIÓN DE PARTIDAS  
DE FUERA DE BALANCE

Recoge el importe de la posición neta por operaciones a plazo y *swaps* con divisas valorada a los tipos de cambio vigentes a fin de ejercicio. Cuando dicha posición es acreedora, se registra bajo el mismo título en el epígrafe «12.1» del pasivo. Su saldo al final del presente ejercicio, 201,33 millones, es el valor neto de las operaciones *swaps* vivas en ese momento.

14 CUENTAS  
DE PERIODIFICACIÓN DEL ACTIVO  
Y GASTOS ANTICIPADOS

Los componentes principales de este epígrafe, cuyo saldo asciende a 1.511,27 millones de euros, son los que se recogen en el cuadro siguiente:

En millones de euros			
	2006	2005	Variación
INTERESES DEVENGADOS EN LA ADQUISICIÓN DE VALORES E INTERESES A COBRAR NO VENCIDOS PROCEDENTES DE VALORES	1.225,33	920,84	304,50
Cartera de negociación	560,28	920,84	-360,55
<i>Denominados en moneda extranjera</i>	20,59	31,93	-11,34
<i>Denominados en euros</i>	539,69	888,91	-349,22
Cartera a vencimiento	665,05	0,00	665,05
<i>Denominados en moneda extranjera</i>	34,68	0,00	34,68
<i>Denominados en euros</i>	630,37	0,00	630,37
OTROS INTERESES A COBRAR NO VENCIDOS	270,98	168,94	102,05
De operaciones a plazo en divisas	0,00	0,00	0,00
De operaciones <i>swaps</i>	0,00	-9,98	9,98
De depósitos y otros activos en moneda extranjera	70,48	64,92	5,57
Del activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE	105,00	77,24	27,75
De otras cuentas intra-Eurosistema, por operaciones TARGET	69,57	25,01	44,56
Otros	25,93	11,74	14,19
COMISIONES A COBRAR NO VENCIDAS Y GASTOS ANTICIPADOS	12,28	11,05	1,23
DIVIDENDOS DEVENGADOS Y NO COBRADOS	2,67	0,00	2,67
TOTAL	1.511,27	1.100,82	410,44

Como se observa en el cuadro anterior, las partidas más significativas corresponden a los intereses devengados en la adquisición de valores e intereses a cobrar no vencidos procedentes de valores denominados en euros de las carteras de negociación (539,69 millones) y a vencimiento (630,37 millones).

Por otro lado, hay que señalar que en el año 2006 se ha procedido a la reclasificación en el balance de los intereses devengados en adquisición de valores, que han pasado del epígrafe 11.5 del activo «Otros activos. Diversos» al 11.4 del activo «Otros activos. Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados». A efectos comparativos, se han reclasificado también los importes de este concepto correspondientes a 2005.

15 OTROS ACTIVOS.—DIVERSOS

Los componentes más significativos de este epígrafe son el ingreso efectuado al Tesoro Público, el 2 de noviembre de 2006, de 695,07 millones de euros, equivalente al 70% de los

beneficios distribuibles acumulados por el Banco hasta el 30 de septiembre de 2006, que experimentó una disminución de 39,04 millones con relación al equivalente del ejercicio anterior, y los préstamos para vivienda y anticipos concedidos a los empleados del Banco, cuyo saldo asciende a 157,71 millones, que aumentaron en 11,15 millones de euros.

#### 16 BILLETES EN CIRCULACIÓN

El saldo de billetes en circulación (62.864,84 millones de euros) representa la participación del Banco de España en el total de billetes euro en circulación (véase «Billetes en circulación» en el apartado sobre normativa contable), de acuerdo con la clave de asignación de billetes euro en el Eurosistema (el 10,0065%<sup>13</sup> 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 6.306,50 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 20.558,76 millones de euros al cierre del ejercicio de 2006, experimentando un aumento respecto al ejercicio anterior de 4.027,69 millones. Este aumento ha tenido lugar, fundamentalmente, 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 15.064,76 millones en 2005 a 17.224,09 millones en 2006.

El resto de los epígrafes incluidos en esta rúbrica recogen los depósitos constituidos 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 31.12.2006 únicamente había depósitos constituidos de la última de estas modalidades por importe de 0,64 millones. No obstante, hay que señalar que a lo largo del año 2006 las entidades de crédito españolas participaron en cinco 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 las Administraciones Públicas en el Banco de España. Su saldo vivo al cierre del ejercicio era de 15.057,47 millones de euros, con el siguiente detalle:

En millones de euros			
	2006	2005	Variación
Administración Central (Estado)	4.388,29	3.756,92	631,37
<i>Tesoro Público.- Cuenta corriente</i>	99,74	300,20	
<i>Otras administraciones de la Administración Central del Estado y similares</i>	4.288,55	3.456,72	
Administraciones Territoriales	165,22	133,76	31,46
<i>Comunidades Autónomas, organismos administrativos y similares</i>	160,34	128,19	
<i>Administración Local</i>	4,87	5,57	
Administraciones de Seguridad Social	10.503,96	9.387,01	1.116,95
<i>Del Sistema de Seguridad Social</i>	9.465,53	8.821,78	
<i>Otras</i>	1.038,43	565,24	
<b>TOTAL</b>	<b>15.057,47</b>	<b>13.277,69</b>	<b>1.779,78</b>

13. Tras la incorporación de Eslovenia al Eurosistema, el 1 de enero de 2007, la clave de asignación de billetes es de 9,9925%.

El aumento de este epígrafe (1.779,78 millones de euros) se debió, fundamentalmente, al incremento de los saldos mantenidos por administraciones de Seguridad Social y, en menor medida, por otras administraciones de la Administración Central del Estado distintas del Tesoro Público.

19 DEPÓSITOS EN EUROS  
DE OTROS RESIDENTES  
EN LA ZONA DEL EURO.—OTROS  
PASIVOS

Recoge las cuentas corrientes de otras instituciones financieras que no son entidades de crédito, tales como los Fondos de Garantía de Depósitos, otros intermediarios financieros relacionados con la liquidación de los mercados de valores, otros intermediarios en el mercado de deuda anotada, etc., así como las cuentas corrientes de Organismos Públicos y Autónomos no administrativos del Estado, las cuentas corrientes de empleados y pensionistas y otras cuentas de personas jurídicas clasificadas dentro de «Otros sectores residentes no financieros».

Su saldo al cierre del ejercicio de 2006 era de 2.445,62 millones de euros, y su incremento de 95,41 millones de euros respecto al cierre de 2005 se debió, fundamentalmente, al aumento de los saldos de las cuentas corrientes de Organismos Públicos del Estado (118,18 millones de euros).

20 PASIVOS EN EUROS CON NO  
RESIDENTES EN LA ZONA DEL  
EURO

Recoge esencialmente los saldos de las cuentas de tesorería abiertas a países, bancos centrales y autoridades monetarias no pertenecientes a la UE y a organismos internacionales a los que se prestan servicios de gestión de reservas, así como las cuentas en euros mantenidas por los bancos centrales no pertenecientes a la Unión Monetaria. Su saldo, 126,59 millones de euros, experimentó un incremento respecto del ejercicio anterior de 98,51 millones debido, fundamentalmente, al aumento de la actividad de gestión de reservas por cuenta de terceros.

21 PASIVOS EN MONEDA  
EXTRANJERA CON NO  
RESIDENTES EN LA ZONA DEL  
EURO.—DEPÓSITOS Y OTROS  
PASIVOS

Recoge fundamentalmente los saldos mantenidos en moneda extranjera por los bancos centrales de fuera de la zona del euro, cuyo saldo ascendía a 154,14 millones de euros al cierre del ejercicio. También se recogen en este epígrafe las operaciones de venta de valores con pacto de recompra, que al cierre de este ejercicio no presentan saldo, y cuyo saldo a 31.12.2005 era de 125,79 millones. En conjunto, el importe del total de este epígrafe ha aumentado en 27,86 millones de euros.

22 CONTRAPARTIDA DE LOS  
DERECHOS ESPECIALES DE GIRO  
ASIGNADOS POR EL FMI

Con un importe de 341,12 millones de euros, recoge la equivalencia de los DEG asignados a España por el FMI. El importe total de esta rúbrica ha experimentado una disminución de 20,41 millones de euros respecto del año anterior, debido a la variación en el tipo de cambio.

23 CUENTAS INTRA-  
EUROSISTEMA

Esta rúbrica, que a 31.12.2006 presenta un saldo de 24.113,87 millones de euros, se compone de los dos epígrafes que se citan a continuación:

a. Pasivos netos relacionados  
con la asignación de billetes euro  
en el Eurosistema

Este epígrafe, cuyo saldo a fin de ejercicio asciende a 24.113,87 millones de euros, incluye los activos y pasivos del Banco de España frente al Eurosistema relacionados con la asignación de billetes euro (véase «Billetes en circulación» y «Cuentas intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable).

b. Otros pasivos intra-  
Eurosistema (neto)

Dado que a fin de ejercicio su saldo neto es de naturaleza deudora, su explicación figura en la nota 10.d anterior.

24 PARTIDAS EN CURSO  
DE LIQUIDACIÓN

Recoge diversas partidas que a 31.12.2006 se encuentran en curso de liquidación: órdenes de transferencia pendientes de ejecución, transferencias expedidas a entidades de depósito pendientes de reembolso, transferencias pendientes de aplicación, etc.

De los 205,57 millones de euros que refleja el saldo de esta rúbrica al cierre del ejercicio, 135,93 corresponden a transferencias ordenadas por entidades de crédito pendientes de abono al cierre del ejercicio, y 67,89 corresponden a transferencias recibidas el día 29 de diciembre de 2006 del Sistema Nacional de Compensación Electrónica, que han sido liquidadas y están pendientes de abono.

La disminución de esta rúbrica respecto al ejercicio anterior (35,29 millones de euros) se explica fundamentalmente por las citadas transferencias ordenadas y pendientes de abono a fin de ejercicio (31,71 millones).

25 DIFERENCIAS POR VALORACIÓN DE PARTIDAS DE FUERA DE BALANCE

Recoge el importe de la posición neta acreedora por operaciones a plazo y *swaps* con divisas valorada a los tipos de cambio vigentes a fin de ejercicio. Cuando dicha posición es deudora, como es el caso este ejercicio, se registra bajo el mismo título en el epígrafe «11.3» del activo (véase nota 13 al balance).

26 CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL PASIVO E INGRESOS ANTICIPADOS

Este epígrafe recoge los intereses a pagar no vencidos, los gastos a pagar no vencidos y los beneficios diferidos.

A 31.12.2006, su saldo asciende a 238,25 millones de euros, siendo la partida más significativa la de intereses a pagar no vencidos (231,17 millones de euros). El aumento experimentado en 2006 (114,95 millones) es consecuencia, esencialmente, de los mayores intereses devengados por las cuentas intra-Eurosistema relacionadas con el ajuste de billetes en circulación.

27 OTROS PASIVOS. — DIVERSOS

Recoge otras cuentas pasivas que no tienen cabida en los apartados anteriores.

A 31.12.2006 su saldo era de 309,80 millones, siendo la partida más relevante de este epígrafe la correspondiente a «Mutualidad de empleados del Banco de España. — Aportaciones a pagar» (234,23 millones). La reducción de este epígrafe en 11,93 millones frente al ejercicio anterior deriva básicamente de la reducción de la mencionada deuda en 30,93 millones. El resto de la variación corresponde a incrementos registrados en múltiples partidas, entre las que cabe señalar las relativas a gastos e inversiones a pagar (4,93 millones) y a los importes recibidos a cuenta de la suscripción de deuda pública (3,57 millones).

28 PROVISIONES

Excepto las provisiones para cobertura del riesgo-país, que se presentan en balance minorando el valor de los activos correspondientes, el resto se registra en la presente rúbrica, con el detalle siguiente:

En millones de euros			
	2006	2005	Variación
Para la cobertura de riesgos por tipo de cambio y tipo de interés	2.421,95	2.423,30	-1,36
Para el canje de billetes de peseta retirados	89,61	125,70	-36,09
Para pagos a prejubilados y jubilados	66,28	84,96	-18,67
Para socorro por fallecimiento y jubilación	69,98	69,02	0,96
Para riesgos y gastos diversos	3,75	3,67	0,08
TOTAL	2.651,57	2.706,65	-55,09

La cuenta de provisiones más relevante es la relativa a la «Provisión para riesgos por tipo de cambio y tipo de interés», creada por acuerdo de la Comisión Ejecutiva de 26 de enero de 1999, con objeto de cubrir el riesgo por tipo de cambio de las reservas exteriores del

Banco de España. Posteriormente, la Comisión Ejecutiva, en su sesión de 14 de abril de 2004, acordó ampliar su finalidad a la cobertura de los riesgos por tipo de interés. El saldo de esta provisión a 31.12.2006 asciende a 2.421,95 millones de euros, como consecuencia tanto de la aplicación a su finalidad de parte del importe de esta provisión, como de la dotación efectuada, explicadas ambas en la nota 5 a la Cuenta de resultados.

Las disminuciones más importantes han tenido lugar en la provisión dotada para atender el canje de los billetes peseta retirados de la circulación (36,09 millones) y en la provisión para pagos a prejubilados y jubilados (18,67 millones), como consecuencia de la aplicación de las mismas a su finalidad.

## 29 CUENTAS DE REVALORIZACIÓN

Esta rúbrica incluye las revalorizaciones procedentes de plusvalías no realizadas en activos y pasivos financieros. Su detalle es el siguiente:

En millones de euros			
Clase de cuenta	2006	2005	Variación
Oro	5.208,90	5.017,56	191,33
Divisas	20,35	552,03	-531,68
Valores	46,50	180,83	-134,33
<i>Emitidos en moneda extranjera por no residentes en la zona del euro</i>	5,77	9,65	-3,88
<i>Emitidos en euros por no residentes en la zona del euro</i>	0,00	3,14	-3,14
<i>Emitidos en euros por residentes en la zona del euro</i>	40,73	168,05	-127,32
Otros	17,81	35,90	-18,09
TOTAL	5.293,55	5.786,33	-492,77

Las cuentas de revalorización han disminuido en el ejercicio en 492,77 millones. La variación más importante ha tenido lugar en las divisas, cuyas plusvalías no realizadas descendieron en 531,68 millones de euros, debido a la depreciación del tipo de cambio del dólar USA y de los DEG frente al euro. Por su parte, la cuenta de revalorización del oro ha aumentado en 191,33 millones, debido al incremento de su precio de mercado en euros. Finalmente, en las cuentas de revalorización de los valores la principal variación se produce en los valores denominados en euros, con una disminución de 130,46 millones (de los que 107,96 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

A 31 de diciembre de 2006 el capital del Banco de España asciende a 1.000 millones de euros, de los cuales 1,37 proceden de lo previsto en el Decreto-Ley 18/1962, de 7 de junio, y 998,63 de la ampliación de capital efectuada en 2006. Dicha ampliación es consecuencia de la aprobación por parte del Consejo de Ministros, en su sesión del 28 de julio de 2006, de la propuesta efectuada por el Consejo de Gobierno del Banco de España, en aplicación de la Ley 192/1964, de que una parte de los beneficios de 2005, que fueron retenidos al amparo del acuerdo del Consejo de Ministros de 29 de julio de 2005 y del Real Decreto 1198/2005 sobre el régimen de ingreso en el Tesoro Público de los beneficios del Banco de España, se destinara a incrementar el capital del Banco dentro de los límites autorizados por la disposición adicional trigésimo octava de la Ley 30/2005, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 2006, es decir, hasta alcanzar el capital del Banco de España la cifra de 1.000 millones de euros.

### 31 RESERVAS

Se incluyen en este epígrafe, por un lado, el importe del capital, reservas y resultados derivados de la integración, en 1973, del extinto Instituto Español de Moneda Extranjera en el Banco de España (3,17 millones), y por otro, la parte de beneficios de 2005 aplicada a reservas (496,83 millones), autorizada por el Consejo de Ministros el 28 de julio de 2006, en aplicación de las disposiciones citadas en la nota anterior que afectan al aumento de las reservas. Con esta ampliación las reservas del Banco de España han alcanzado la cifra de 500 millones de euros.

### 32 BENEFICIO DEL EJERCICIO

El beneficio neto del ejercicio 2006, una vez deducida la dotación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales (4,36 millones de euros), ha ascendido a 1.947,57 millones de euros, inferior en un 29,5% al de 2005. Del citado importe, 695,07 millones fueron ingresados al Tesoro el 2 de noviembre de 2006, de conformidad con lo dispuesto en el Real Decreto 1198/2005, de 10 de octubre, y en el acuerdo del Consejo de Ministros de 22 de septiembre de 2006 con relación al beneficio distribuible (véase nota 15 a la cuenta de resultados).

A lo largo del ejercicio, también se ingresaron en el Tesoro las cantidades que se citan, correspondientes a los beneficios de 2005:

- a El día 1.3.2006, 404,62 millones de euros, para alcanzar, junto con el ingreso realizado en noviembre de 2005, el 90% de los beneficios distribuibles de dicho año, que ascendieron a 1.265,26 millones de euros.
- b El día 18.8.2006, una vez aprobado por el Consejo de Ministros el balance y cuenta de resultados del año 2005, 126,53 millones de euros, como importe restante de los beneficios distribuibles de dicho ejercicio.

El detalle de los diferentes componentes que integran los beneficios de 2006 y las causas de su variación frente a los de 2005 figuran en el apartado 3.3 siguiente, relativo a la cuenta de resultados.

## 3.3 Notas explicativas a la cuenta de resultados

### 1 INGRESOS POR INTERESES

Este epígrafe incluye los ingresos por intereses devengados por los principales activos del Banco de España. Su composición, en ambos ejercicios, ha sido la siguiente:

	Ingresos por intereses			Inversión media 2006	Rentabilidad media 2006
	2006	2005	Variación		
Moneda extranjera	456,48	359,73	96,75	9.107,62	4,9
Valores	272,94	178,00	94,94	5.249,86	5,1
Depósitos y otros activos	183,54	181,73	1,81	3.857,75	4,7
Euros	3.036,54	2.089,97	946,57	103.503,66	2,9
Valores	1.572,55	1.061,63	510,92	51.824,25	3,0
Operaciones de política monetaria	678,06	604,34	73,72	23.916,45	2,8
Cuentas intra-Eurosistema	784,18	422,51	361,67	27.762,96	2,8
Activos contrapartida de las reservas transferidas al BCE	105,00	77,24	27,75	4.326,98	2,4
Cuentas intra-Eurosistema	679,18	345,27	333,92	23.435,98	2,9
Otros activos	1,75	1,49	0,26	—	—
<b>TOTAL</b>	<b>3.493,02</b>	<b>2.449,71</b>	<b>1.043,31</b>	<b>112.611,28</b>	<b>3,1</b>

De los intereses de las inversiones en moneda extranjera (456,48 millones de euros), 272,94 millones (59,79%) proceden de inversiones en valores de renta fija en dólares USA, en las que se ha mantenido un saldo medio de 5.249,86 millones de euros frente a 4.214,51 millones de euros en 2005, con una rentabilidad media del 5,1% frente al 4,2% del año anterior. Por su parte, del importe registrado en Depósitos y otros activos (183,54 millones de euros), la mayor parte (133,15 millones) procede de depósitos a plazo y el resto de otras inversiones en dólares (*repos*, etc.) y en DEG.

El incremento de los ingresos por intereses denominados en euros (946,57 millones) se ha debido al incremento de la rentabilidad media (2,9% en 2006 frente al 2,3% en 2005) y de la inversión media realizada (90.074,53 millones en 2005), como consecuencia del aumento de la cartera de valores, cuyo saldo medio pasó de 40.687,83 millones de euros en 2005 a 51.824,25 millones en 2006, y del saldo de las cuentas intra-Eurosistema por operaciones TARGET, que de 16.467,52 millones en 2005 pasó a 23.435,98 millones en 2006.

## 2 GASTOS POR INTERESES

Incluye los gastos por intereses devengados por los pasivos que se citan a continuación:

En millones de euros y porcentaje					
	Gastos por intereses			Financiación media 2006	Coste medio 2006
	2006	2005	Variación		
Remuneración de las reservas mínimas y otros depósitos de política monetaria	494,22	315,01	179,21	17.242,68	2,8
Depósitos de Administraciones Públicas	315,06	208,66	106,40	11.544,91	2,7
Cuentas intra-Eurosistema- Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes	499,43	270,97	228,46	17.527,86	2,8
Pasivos en moneda extranjera	132,22	70,75	61,47	5.765,83	2,3
Otros pasivos en euros	1,96	0,00	1,96	—	—
<b>TOTAL</b>	<b>1.442,89</b>	<b>865,40</b>	<b>577,49</b>	<b>52.081,29</b>	<b>2,7</b>

El incremento del gasto frente al ejercicio anterior (577,49 millones de euros) se ha debido al mayor saldo medio a remunerar (en 2005 ascendió a 42.683,49 millones) y al aumento del coste medio (2,7% en 2006 frente al 2,1% en 2005). Del incremento registrado en el importe de la financiación media (9.397,80 millones de euros), 4.630,21 corresponden a cuentas intra-Eurosistema relacionadas con la asignación de billetes euro, 2.170,44 a las reservas mínimas a remunerar y otros depósitos de política monetaria, y 1.276,27 millones a los depósitos de la Seguridad Social.

## 3 GANANCIAS/PÉRDIDAS REALIZADAS PROCEDENTES DE OPERACIONES FINANCIERAS

Recoge los resultados producidos en la compraventa de activos financieros. En el ejercicio 2006 las ganancias por este concepto han ascendido a 453,04 millones de euros, procedentes de las siguientes fuentes:

En millones de euros			
	2006	2005	Variación
Venta de oro	500,03	585,00	-84,97
Venta de divisas (por tipo de cambio)	87,74	164,21	-76,47
Venta de valores (por precio)	-134,80	70,01	-204,81
<i>Moneda extranjera</i>	-22,62	-33,84	11,22
<i>Euros</i>	-112,18	103,85	-216,03
Otras ganancias / pérdidas	0,08	-1,98	2,06
<b>TOTAL</b>	<b>453,04</b>	<b>817,24</b>	<b>-364,20</b>

Como se observa en el cuadro anterior, los principales componentes del resultado del ejercicio por operaciones financieras son los siguientes:

- Ganancias de 500,03 millones de euros por venta de 41,01 Tm de oro.
- Ganancias netas por diferencias de tipo de cambio en la venta de divisas por 87,74 millones de euros, que corresponden en su práctica totalidad a ventas de dólares USA (70,66 millones de euros) y de DEG (17,07 millones de euros).
- Pérdidas netas por precio, derivadas de la venta de valores extranjeros (22,62 millones de euros), que provienen en su totalidad de la venta de valores denominados en dólares USA.
- Pérdidas procedentes de la venta de valores de renta fija denominados en euros por 112,18 millones de euros.

Con respecto al ejercicio anterior, el total de las ganancias netas realizadas procedentes de operaciones financieras ha experimentado una disminución de 364,20 millones. Dicha variación procede principalmente de:

- Las menores ganancias obtenidas en venta de oro, que disminuyen en 84,97 millones respecto a las de 2005.
- Las pérdidas registradas en venta de valores frente a los beneficios de 2005 (204,81 millones de euros de variación), que proceden fundamentalmente de la venta de valores en euros en 2006 (216,03 millones), compensadas ligeramente por las menores pérdidas obtenidas en ventas de valores denominadas en moneda extranjera (11,22 millones de euros). Las pérdidas realizadas en venta de valores en euros han estado relacionadas esencialmente con la elevación de los tipos de interés y la consiguiente reducción de su precio. En el caso de los valores denominados en moneda extranjera, aunque la diferencia entre el coste contable y el precio de venta fue ligeramente más negativa en 2006, las pérdidas registradas fueron menores en ese año, como consecuencia, fundamentalmente, del menor volumen de ventas, que pasó de 21.439,26 millones de dólares en 2005 a 12.955,65 millones en 2006.
- La disminución del beneficio neto en venta de divisas (por tipo de cambio) respecto al año anterior (76,47 millones de euros), registrada sobre todo en venta de dólares USA, como consecuencia también del menor volumen de ventas.

#### 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			
	2006	2005	Variación
En divisas (por tipo de cambio)	2,71	0,02	2,69
En valores (por precio)	236,83	189,55	47,28
<i>Moneda extranjera</i>	6,26	22,32	-16,06
<i>Euros</i>	230,57	167,23	63,34
Otras	—	0,06	-0,06
TOTAL	239,54	189,63	49,91

Las minusvalías no realizadas registradas en el ejercicio 2006 han ascendido a 239,54 millones de euros, de las que un 98,87% corresponden a valores. En concreto, las minusvalías en valores en euros se han elevado a 230,57 millones, de los que 226,57 millones corresponden a valores de la cartera de negociación emitidos por residentes en la zona del euro. Por su parte, las minusvalías no realizadas en valores denominados en moneda extranjera han ascendido a 6,26 millones de euros.

5 DOTACIONES Y EXCESOS DE PROVISIÓN POR RIESGOS DE TIPO DE CAMBIO Y PRECIO

De conformidad con el acuerdo de la Comisión Ejecutiva de 26.01.2007, en el ejercicio 2006 se han aplicado a su finalidad provisiones para cubrir minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras registradas en dicho ejercicio por un importe de 239,54 millones de euros. Al mismo tiempo, se ha dotado esta provisión por un importe de 238,18 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:

Descripción	En millones de euros					
	Ingresos			Gastos		
	2006	2005	Variación	2006	2005	Variación
Operaciones exteriores	0,30	0,34	-0,03	2,86	2,42	0,44
Operaciones interiores	15,12	11,57	3,55	3,40	1,77	1,63
TOTAL	15,43	11,91	3,52	6,25	4,19	2,07

Los mayores ingresos netos por honorarios registrados en 2006 (18,8%) se han debido, sobre todo, a las comisiones cobradas por operaciones con valores (2,08 millones de euros) en el contexto del modelo de corresponsalía, mediante el que se gestiona la custodia del colateral de las operaciones de política monetaria, y a las comisiones cobradas a las entidades adheridas al Servicio de Liquidación (1,62 millones de euros).

7 DIVIDENDOS Y OTROS INGRESOS DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES

Esta rúbrica incluye la participación del Banco de España en los beneficios del BCE, así como los dividendos procedentes de otras acciones y participaciones.

Del total del importe registrado (20,22 millones de euros), 17,54 millones proceden de los dividendos por la participación en Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. (BME) y 2,68 millones, de la participación en organismos internacionales. En 2006 el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido retener los ingresos correspondientes al señoreaje de sus billetes con objeto de incrementar la provisión para la cobertura de riesgos cambiarios, de tipos de interés y de fluctuación de la cotización del oro creada en 2005, por lo que, al igual que en dicho ejercicio, el Banco de España no ha percibido ingresos del BCE por este concepto. En 2006, el Banco de España tampoco ha percibido dividendo ordinario del BCE.

El ligero incremento frente a los datos del ejercicio anterior (1,4 millones de euros), se debe fundamentalmente al aumento registrado en los dividendos percibidos por la participación mantenida en BME.

8 RESULTADO NETO DE LA REDISTRIBUCIÓN DE LOS INGRESOS MONETARIOS

El importe de los ingresos monetarios de cada BCN del Eurosistema se determina calculando los ingresos anuales generados por los activos identificables mantenidos como contrapartida de la base de pasivos. La base de pasivos consta de los siguientes elementos: billetes en circulación; depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito en relación con operaciones de política monetaria; pasivos intra-Eurosistema netos por operaciones TARGET, cuando su saldo sea acreedor; 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 2006, que ascienden a 1.604,41 millones de euros, y los asignados, que ascienden a 1.625,64 millones de euros, es el resultado neto del proceso de cálculo de los ingresos monetarios (21,23 millones). En comparación con 2005, estos resultados han aumentado en 9,87 millones de euros.

#### 9 OTROS INGRESOS Y QUEBRANTOS

Recoge los ingresos y quebrantos que no tienen cabida en otros epígrafes, así como otros de carácter excepcional y diverso. Su detalle en ambos ejercicios es el siguiente:

En millones de euros			
Descripción	2006	2005	Variación
Resultados extraordinarios	2,49	1.057,91	-1.055,42
Mutualidad de empleados	-29,17	-32,23	3,07
Diversos	108,41	0,71	107,70
<b>TOTAL</b>	<b>81,73</b>	<b>1.026,39</b>	<b>-944,66</b>

Como puede observarse, este epígrafe ha registrado una disminución de 944,66 millones de euros frente al ejercicio anterior, derivada fundamentalmente del acuerdo de la Comisión Ejecutiva de 3 de febrero de 2006 de abonar a resultados, en 2005, un importe de 1.032,97 millones de euros, correspondiente a los billetes de peseta retirados de la circulación con ocasión de la introducción del euro que no se habían presentado al canje a 31.12.2005, y, en menor medida, de los beneficios procedentes de la venta de edificios de las sucursales cerradas en 2004 (24,79 millones), contabilizados en 2005. Esta disminución se ha visto compensada parcialmente por los beneficios derivados de la venta, en el mes de julio de 2006, de una parte de las acciones de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A., que ascendieron a 107,79 millones de euros.

#### 10 GASTOS DE PERSONAL

El incremento del 4,6% registrado en gastos de personal (9,09 millones) es consecuencia fundamentalmente: a) de las mejoras económicas recogidas en el Convenio Colectivo para 2006, que se estiman en 5,13 millones, y b) de las variaciones en la dimensión y estructura de la plantilla, deslizamientos por promociones, antigüedad, etc., que supusieron, conjuntamente, 3,96 millones de euros.

#### 11 GASTOS EN BIENES Y SERVICIOS<sup>14</sup>

Recoge los gastos ocasionados por la adquisición de bienes corrientes, así como de servicios diversos recibidos durante el ejercicio, según el siguiente detalle:

<sup>14</sup>. Dado que en el modelo armonizado de la cuenta de pérdidas y ganancias para el SEBC no se ha previsto explicitar los «tributos», estos se incluyen en el presente apartado.

En millones de euros

Descripción	2006	2005	Variación
Gastos de oficina	62,66	56,84	5,82
Gastos de inmuebles	20,49	18,90	1,59
Transportes y comunicaciones	7,21	7,04	0,17
Vigilancia y seguridad	6,45	6,13	0,33
Gastos de formación y becas	2,61	3,24	-0,63
Gastos diversos de funcionamiento	10,97	9,90	1,08
Tributos	0,79	0,93	-0,14
<b>TOTAL</b>	<b>111,18</b>	<b>102,98</b>	<b>8,20</b>

Como puede observarse en el cuadro anterior, en 2006 los gastos más relevantes han sido los de oficina —incluidos los informáticos— y los de inmuebles, que ascendieron a 62,66 y 20,49 millones de euros, respectivamente.

El incremento registrado en gastos en bienes y servicios durante 2006 está motivado, en primer lugar, por la actualización de los precios de los servicios en tasas en torno al 3,7% (IPC de 2005). Adicionalmente, descontando en las cifras el efecto anterior, hay que destacar el aumento de la facturación por la prestación de servicios informáticos, en el que ha incidido de manera importante el desarrollo de aplicaciones relacionadas con TARGET2 y la conversión de las bases de datos ADABAS a DB2. Los gastos de inmuebles crecieron fundamentalmente por el incremento en los gastos de conservación de edificios, en especial por la restauración de la cubierta y limpieza de la fachada del edificio de Cibeles, en Madrid, y la limpieza de la fachada en la sucursal de Sevilla. Finalmente, el aumento de gastos diversos de funcionamiento se debió, entre otros, a los gastos derivados de los actos organizados para la celebración del 150 aniversario de la denominación Banco de España. Por el contrario, se registraron descensos en alquiler de servicios no informáticos, alquiler de inmuebles y formación, promoción y selección.

Dentro de «Gastos diversos de funcionamiento» se incluyen 62.690,87 euros (IVA incluido) correspondientes a los honorarios de los auditores externos, Deloitte, S.L., por la realización, en 2006, de trabajos de auditoría sobre cuentas anuales del Banco, así como sobre determinados aspectos de la gestión, por parte del Banco de España, de las reservas del Banco Central Europeo. Durante el ejercicio no se han recibido servicios ni satisfecho cantidad alguna a otras empresas del grupo.

## 12 AMORTIZACIÓN DEL INMOVILIZADO

Recoge el gasto por la depreciación estimada en los activos fijos del Banco, con el siguiente detalle:

En millones de euros

	2006	2005	Variación
Amortización de edificios, construcciones y de obras de remodelación	1,61	1,64	-0,03
Amortización de instalaciones	19,69	6,26	13,43
Amortización de mobiliario y enseres	1,35	0,95	0,40
Amortización de máquinas de oficina no informáticas	1,43	6,33	-4,90
Amortización de equipos para procesos de información	5,93	5,77	0,16
Amortización de elementos de transporte	0,94	1,09	-0,15
Amortización de bibliotecas	0,45	0,44	0,01
Amortización de otro inmovilizado material	0,28	0,26	0,03
Amortización del inmovilizado inmaterial	2,27	4,42	-2,15
<b>TOTAL</b>	<b>33,97</b>	<b>27,15</b>	<b>6,82</b>

El incremento registrado en amortización de inmovilizado se debió a que el cambio de los porcentajes de amortización y otros criterios relativos a la vida útil de determinados elementos, consecuencia de la armonización de los criterios aplicados en contabilidad financiera y contabilidad de costes, llevada a cabo a nivel del Eurosistema, supuso un importante incremento de las cifras de gasto en 2006 (véase la nota 11 al Balance).

13 COSTES DE PRODUCCIÓN  
DE BILLETES

Su importe (89,48 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 (37,12 millones de euros) se debió al mayor volumen de los adquiridos por el Banco en este ejercicio (1.038 millones de billetes en 2006, frente a 489 millones en 2005), si bien el efecto de la mayor producción se ha visto compensado, en parte, por la reducción en los precios unitarios.

14 DOTACIONES  
Y APLICACIONES A OTROS  
FONDOS Y PROVISIONES

El saldo neto de la aplicación y dotación a otros fondos y provisiones en 2006 ha ascendido a 8,26 millones de euros, frente a 133,88 millones en 2005. Esta variación (125,63 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, en menor medida, por la menor provisión dotada en 2006 en relación con los socorros por fallecimiento y jubilación establecidos en el artículo 190 del Reglamento de Trabajo del Banco de España.

El Banco de España, al prestar servicios financieros, no es una empresa con alto riesgo medioambiental. Durante el ejercicio no se ha considerado necesario registrar ninguna dotación para riesgos y cargas de carácter medioambiental.

15 BENEFICIO DEL EJERCICIO

Con el detalle y por las causas señaladas en las notas anteriores, el beneficio del ejercicio 2006 ha ascendido a 1.947,57 millones de euros, un 29,5% inferior al del ejercicio precedente. A los efectos de determinar el beneficio distribuible, hay que aplicar el acuerdo del Consejo de Ministros de 22 de septiembre de 2006, por el que se autoriza al Banco de España a excluir del régimen de ingreso en el Tesoro Público «los beneficios procedentes de las ganancias netas provenientes de la venta de oro hasta alcanzar la cantidad de 500 millones de euros». Aplicando esta autorización, el beneficio distribuible del Banco de España asciende a 1.447,57 millones de 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 distribuibiles del Banco de España correspondientes a los resultados de 2006:

En millones de euros	
1 Beneficios totales del ejercicio 2006:	1.947,57
<i>Beneficios excluidos de la distribución</i>	500,00
<i>Total beneficios distribuibles</i>	1.447,57
2 Ingresos efectuados al Tesoro Público:	
<i>El 2.11.2006, por el 70% de los beneficios distribuibles a 30.09.2006</i>	695,07
<i>El 1.3.2007, por la diferencia con el importe anterior, para alcanzar el 90% de los beneficios distribuibles a 31.12.2006</i>	607,74
3 Beneficios distribuibles pendientes de ingreso en el Tesoro Público:	
<i>Cuando se aprueben las cuentas de 2006</i>	144,76

#### 4 Información específica requerida por 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 2006, el Banco de España no hizo aportación alguna a estos Fondos.

##### **Lucro cesante**

En el siguiente cuadro se muestran los créditos vivos durante 2006, con tipos de interés inferiores a los utilizados como referencia, con objeto de estimar el lucro cesante del ejercicio, en virtud de lo establecido en el art. 4.2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.

En millones de euros y porcentaje

Tipo de crédito/préstamo	Saldo medio estimado en 2006	Tipo de interés percibido	Tipo de interés de referencia	Lucro cesante estimado
Endeudamiento neto del Estado	6.670,53	0,00%	2,82%	187,82
Créditos a la Seguridad Social	1.076,80	0,00%	2,82%	30,32
Préstamos vivienda y anticipos a empleados	152,12	1,09%	2,82%	2,63
<i>Préstamos vivienda</i>	<i>127,35</i>	<i>1,30%</i>	<i>2,82%</i>	<i>1,93</i>
<i>Anticipos reintegrables</i>	<i>24,77</i>	<i>0,00%</i>	<i>2,82%</i>	<i>0,70</i>
TOTAL	7.899,45	0,02%	2,82%	220,76

En el apartado «Endeudamiento neto del Estado» se incluye el saldo medio anual, en base diaria, de los créditos singulares otorgados al Estado antes de 1994 menos los depósitos mantenidos por el Tesoro en el Banco de España, cuando arroja un saldo neto a favor de esta entidad.

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 diaria del tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación durante el ejercicio



Plaza Pablo Ruiz Picasso, 1  
Torre Picasso  
28020 Madrid  
España

Tel.: +34 915 14 50 00  
Fax: +34 915 14 51 80  
+34 915 56 74 30  
[www.deloitte.es](http://www.deloitte.es)

## INFORME DE AUDITORÍA DE CUENTAS ANUALES

Al Excmo. Sr. Gobernador y al Consejo de Gobierno del Banco de España:

Hemos auditado las cuentas anuales del Banco de España que comprenden el balance de situación al 31 de diciembre de 2006 y la cuenta de resultados y la memoria correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha.

### *Responsabilidad sobre las Cuentas Anuales*

La Comisión Ejecutiva del Banco de España es responsable de organizar el Banco y efectuar el nombramiento de los directores generales del mismo. De acuerdo con lo establecido en el Reglamento Interno del Banco de España, la Dirección General de Servicios es responsable de la elaboración de las cuentas anuales de acuerdo con las normas y principios contables internos del Banco de España, que se indican en la Nota 3.1 de la memoria adjunta, basados en la normativa contable establecida para los bancos centrales miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Esta responsabilidad, ejercida a través de la Intervención General, incluye la fiscalización de las operaciones y, por tanto, el diseño, implantación y mantenimiento de los controles internos relevantes necesarios para la preparación y adecuada presentación de las cuentas anuales libres de errores materiales, debidos a fraude o error; seleccionando y aplicando normas contables adecuadas y haciendo las estimaciones que se consideren razonables en virtud de las circunstancias. Conforme a lo establecido en el artículo 21.g) de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, dichas cuentas anuales son formuladas por el Consejo de Gobierno del Banco de España.

### *Responsabilidad del auditor*

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las citadas cuentas anuales en su conjunto, basada en el trabajo realizado de acuerdo con las Normas Internacionales de Auditoría, que requieren que cumplamos determinados requisitos éticos y que planifiquemos y realicemos la auditoría de forma que obtengamos una seguridad razonable de que las cuentas anuales están libres de errores o irregularidades significativos.

Una auditoría conlleva la aplicación de procedimientos encaminados a obtener evidencia justificativa de los importes y desgloses incluidos en las cuentas anuales. Los procedimientos seleccionados dependen del juicio del auditor, que incluye la evaluación de los riesgos de que se produzcan errores o irregularidades significativos en las cuentas anuales, ya sea por fraude o error. Al evaluar estos riesgos, el auditor tiene en cuenta el sistema de control interno aplicable a la preparación y adecuada presentación de las cuentas anuales por parte de la entidad con el fin de diseñar procedimientos de auditoría que sean adecuados dadas las circunstancias, y no con el fin de expresar una opinión sobre la eficacia del sistema de control interno de la entidad. Asimismo, una auditoría incluye la evaluación de la adecuación de las políticas contables utilizadas y la razonabilidad de las estimaciones contables realizadas por la entidad, así como la evaluación de la presentación global de las cuentas anuales. Consideramos que las evidencias que hemos obtenido son suficientes y adecuadas para ofrecer una base sobre la que formular nuestra opinión de auditoría.

### *Información comparativa*

En las cuentas anuales adjuntas se presentan, a efectos comparativos, con cada una de las partidas del balance de situación y de la cuenta de resultados, además de las cifras del ejercicio 2006, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere, exclusivamente, a las cuentas anuales del ejercicio 2006. Con fecha 30 de mayo de 2006, otros auditores emitieron su informe de auditoría acerca de las cuentas anuales del ejercicio 2005, en el que expresaron una opinión favorable.

### *Opinión*

En nuestra opinión, las cuentas anuales del ejercicio 2006 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 2006 y de los resultados de sus operaciones durante el ejercicio anual terminado en dicha fecha, y contienen la información necesaria y suficiente para su interpretación y comprensión adecuada, de conformidad con las normas y los principios contables internos del Banco de España, que se indican en la Nota 3.1 de la memoria adjunta, basados en la normativa contable establecida para los bancos centrales miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

DELOITTE, S.L.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'MAB', with a long horizontal line extending to the right.

Miguel Angel Bailón

31 de mayo de 2007

## 2 Informe de la Comisión de Auditoría

Los que suscriben, miembros del Consejo de Gobierno del Banco de España, D. Ángel Luis López Roa, D. Jesús Leguina Villa y D.<sup>a</sup> Ana María Sánchez Trujillo, integran la Comisión de Auditoría del Banco de España designada por el citado Consejo de Gobierno. De acuerdo con lo establecido en el art. 29 del Reglamento Interno del Banco de España hemos recibido el encargo de someter a censura las cuentas de esta Institución correspondientes a 2006.

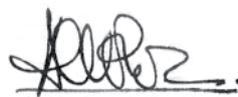
En virtud de dicho precepto reglamentario, la Comisión de Auditoría ha realizado el análisis de las operaciones efectuadas por el Banco de España. El alcance de este examen ha consistido, esencialmente, en: 1) estudio de las cuentas anuales del Banco de España correspondientes al ejercicio 2006, elaboradas por la Dirección General de Servicios del Banco de España; 2) estudio de la auditoría del balance y de la cuenta de resultados del Banco de España correspondientes a 2006, realizada por su Auditoría Interna; 3) estudio de la documentación solicitada por los miembros de esta Comisión a los auditores externos independientes; 4) entrevistas con los responsables de la auditoría externa independiente, del Departamento de Auditoría Interna y de Intervención General; y 5) propuestas de modificación, corrección o aclaración de diversos extremos, todas ellas satisfactoriamente incorporadas a las cuentas anuales por la Intervención General.

La conclusión fundamental de nuestro informe es que del análisis efectuado, del examen y procedimientos con que se desarrolla la contabilización y del registro de los hechos contables, así como de los controles internos que se llevan a cabo, se desprende que las cuentas anuales correspondientes al ejercicio 2006 reflejan fielmente el patrimonio y la situación económica y financiera del Banco de España.

Madrid, a 24 de mayo de 2007.



ANA MARÍA SÁNCHEZ TRUJILLO



ÁNGEL LUIS LÓPEZ ROA



JESÚS LEGUINA VILLA

## ANEJO LEGISLATIVO

Al igual que en informes anteriores, se ofrece a continuación un resumen de las principales normas relativas al sistema financiero español y, en particular, a las competencias del Banco de España surgidas durante 2006 y los primeros tres meses del año 2007.

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 2006, especificando el mes de la fecha de la norma y el mes en que se publicó el Boletín Económico donde fueron analizadas.

2.4.2007.

## 1 Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2006 hasta marzo de 2007

### ENERO 2006

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE EL AÑO 2006 Y ENERO DE 2007.—Se publicó la *ORDEN EHA/4247/2005, de 30 de diciembre* (BOE de 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 pondrán 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.

## ABRIL 2006

BANCO CENTRAL EUROPEO: PRESTACIÓN DE SERVICIOS DE GESTIÓN DE RESERVAS POR EL EUROSISTEMA. — Se publicó la *Orientación del Banco Central Europeo (BCE/2006/4), de 7 de abril de 2006* (DOUE del 20), que derogó la Orientación del Banco Central Europeo (BCE/2004/13), de 1 de julio de 2004, sobre la prestación por el Eurosistema de servicios de gestión de reservas en euros a bancos centrales y países no pertenecientes a la Unión Europea y a organizaciones internacionales, con el fin de reflejar los cambios de la definición de reservas y la supresión del umbral por debajo del cual no se ofrece remuneración por los saldos acreedores a la vista mantenidos como servicio de caja o inversión. En cuanto a los cambios en la definición de reservas, ahora se incluyen, además de los activos anteriores, los mantenidos exclusivamente a fin de cumplir las obligaciones en materia de pensiones y otras obligaciones conexas del cliente respecto de su antiguo o actual personal; las cuentas especialmente asignadas abiertas por el cliente con un miembro del Eurosistema a los efectos de reescalonar la deuda pública en el marco de acuerdos internacionales, y las demás clases de activos denominados en euros que decida el Consejo de Gobierno. Finalmente, la Orientación vela para que, entre otras cosas, los servicios de gestión de reservas por el Eurosistema se presten con condiciones uniformes, el BCE sea informado suficientemente de esos servicios y se establezcan requisitos mínimos comunes en los contratos con los clientes. La Orientación entró en vigor el 12 de abril y su aplicación comenzó el 1 de julio del año pasado.

ADAPTACIÓN DEL TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS. — Se aprobó la *Ley 7/2006, de 24 de abril* (BOE del 25), por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de transponer la Directiva 2003/51/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio. De este modo, a partir del pasado 26 de abril del año anterior (fecha de la entrada en vigor de la norma), las sociedades cotizadas, es decir, cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado de cualquier Estado miembro de la Unión Europea, no podrán formular balances ni cuenta de pérdidas y ganancias abreviados.

## MAYO 2006

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA DE INVERSIÓN LIBRE. — La *Orden EHA/1199/2006, de 25 de abril* (BOE del 26), desarrolló las disposiciones del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, en lo relativo a las IIC de inversión libre y a las IIC de IIC de inversión libre, habilitando a la CNMV para regular los aspectos más técnicos de la ordenación de las IIC de inversión libre. Por su parte, este organismo, haciendo uso de esa prerrogativa, publicó la *CCNMV 1/2006, de 3 de mayo* (BOE del 17), sobre IIC de inversión libre, que regula el régimen aplicable de dichas instituciones, así como el de sus sociedades gestoras y el de las entidades depositarias. Ambas normas abordan el régimen de inversión y la política de endeudamiento de las IIC de inversión libre, aclarando los elementos computables para el cálculo del límite de endeudamiento.

En cuanto a las *IIC de IIC de inversión libre*, se desglosan los activos en los que pueden invertir el coeficiente obligatorio del 60% de su patrimonio, según quedó establecido en el Reglamento. Asimismo, se establecen los criterios generales para el cálculo del valor liquidativo de las participaciones y acciones de ambas instituciones.

Por otro lado, se hace referencia a las condiciones de acceso a la actividad y solvencia de las sociedades gestoras. En líneas generales, cabe reseñar que no se ha creado una nueva figura de sociedad gestora de objeto exclusivo dedicada a la gestión de IIC de inversión libre, pero se imponen requisitos especiales —entre ellos, recursos propios adicionales— a las sociedades gestoras que pretendan dedicarse a la gestión de las nuevas IIC. Además, se regula la

selección de los fondos subyacentes por las gestoras de IIC de inversión libre, otorgándose ciertas funciones de control al depositario, dentro del margen con que la legislación vigente define sus facultades. También se regulan las relaciones entre las sociedades gestoras y los intermediarios financieros que proporcionan financiación y otros servicios (entidades conocidas como *prime brokers*) a las IIC de inversión libre, considerando necesario reforzar las funciones de supervisión y control del depositario.

La Orden entró en vigor el pasado 27 de abril, y la Circular, el 4 de mayo.

FONDOS DE PENSIONES DE EMPLEO: ADAPTACIÓN A LA NORMATIVA COMUNITARIA. — La Ley 11/2006, de 16 de mayo (BOE del 17), adaptó a la legislación española el régimen de actividades transfronterizas regulado en la Directiva 2003/41/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de junio de 2003, relativa a las actividades y supervisión de los fondos de pensiones de empleo, que introduce determinadas modificaciones en el Real Decreto Legislativo 1/2002, con el fin de adaptar la legislación interna española a la citada Directiva en lo que no se ajustaba a ella hasta este momento.

Hasta la fecha, la normativa española sobre planes y fondos de pensiones no regulaba la actividad transfronteriza de los fondos de pensiones de empleo, por lo que la Ley viene a transponer a nuestro ordenamiento las disposiciones relativas a la actividad transfronteriza. Con este fin, se añade un nuevo capítulo al Real Decreto 1/2002, que consta de tres apartados: las disposiciones generales, la actividad de los fondos de pensiones de empleo españoles en otros Estados miembros (desarrollo de planes de empresas establecidas en otros Estados miembros), y la actividad en España de los fondos de pensiones de empleo de otros Estados miembros (desarrollo de planes de empresas establecidas en España).

Finalmente, cabe destacar especialmente la actividad en España de los fondos de otros Estados miembros, por lo que esta Ley habilita la integración en fondos de otros Estados miembros de los planes de pensiones de empleo sujetos a la normativa española, regulando las condiciones de integración en fondos de otros Estados miembros, el funcionamiento de los planes y su supervisión, así como el cumplimiento de la legislación española aplicable al plan como legislación social y laboral.

MOVIMIENTOS DE MEDIOS DE PAGO Y PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITAL. — Se aprobó la Orden EHA/1439/2006, de 3 de mayo (BOE del 13), reguladora de la declaración de movimientos de medios de pago en el ámbito de la prevención del blanqueo de capitales.

La principal novedad consiste en la elevación de las cuantías sujetas a declaración, que quedan fijadas en 10.000 euros (antes, 6.000 euros) para la entrada o salida por frontera, y en 100.000 euros (antes, 80.500 euros) para los movimientos por territorio nacional. Por otro lado, se regula el modelo de declaración (incorporado como anejo a la Orden), que será único, debiendo ser portado y exhibido ante las autoridades a efectos de comprobación por las mismas del cumplimiento de la obligación de declaración. Asimismo, con carácter general, se reconoce la posibilidad de presentación telemática de la declaración en los casos en los que el declarante disponga de la oportuna firma electrónica reconocida. En los casos en que no se haga uso de firma electrónica reconocida, la norma permite que, en ciertos supuestos y con las debidas cautelas, las entidades de crédito registradas puedan recibir las declaraciones presentadas por sus clientes. También se establece un máximo de 1.000 euros en concepto de mínimo de supervivencia, que podrá ser acordado por la autoridad actuante teniendo en cuenta las circunstancias del caso, tales como la necesidad de continuar viaje o la carencia de otros medios de subsistencia.

Por otro lado, la norma señala la obligación de los sujetos obligados de incluir en la comunicación mensual o sistemática al Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias todas aquellas operaciones que supongan movimientos de medios de pago sujetos a declaración obligatoria. Esta disposición se entenderá sin perjuicio de los restantes deberes de prevención y colaboración, por lo que, de concurrir indicios o certeza de blanqueo de capitales, las operaciones deberán ser comunicadas adicionalmente en la forma establecida en el citado Real Decreto.

Finalmente, se regulan la colaboración administrativa y el intercambio de información entre el Servicio Ejecutivo y la Agencia Estatal de Administración Tributaria, y se derogan las disposiciones del régimen de control de cambios subsistentes en materia de movimientos fronterizos de efectivo. Asimismo, se habilita a la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias para dictar las instrucciones precisas para la aplicación de la Orden, que entrará en vigor a los nueve meses de su publicación en el BOE, con objeto de posibilitar el establecimiento de los procedimientos y mecanismos técnicos necesarios.

**DIRECTIVA RELATIVA A LA AUDITORÍA LEGAL DE LAS CUENTAS ANUALES Y DE LAS CUENTAS CONSOLIDADAS.**—Se publicó la *Directiva 2006/43/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo* (DOUE de 9 de junio), relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas, por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo, y se deroga la Directiva 84/253/CEE del Consejo.

La Directiva armoniza en gran medida los requisitos de la auditoría legal. En concreto, exige: la aplicación de un único grupo de normas internacionales de auditoría adoptadas por la Comisión; la actualización y unificación de los requisitos de formación y cualificación de los auditores (que incluyen el conocimiento de las normas internacionales de contabilidad y auditoría); la definición de una ética profesional y una mayor cooperación entre las autoridades competentes de los Estados miembros, así como entre estas autoridades y las autoridades de terceros países, para seguir aumentando y armonizando la calidad de la auditoría legal en el ámbito de la Unión Europea.

Asimismo, con el fin de proteger a terceros, la Directiva establece que todos los auditores y las sociedades de auditoría autorizados se deberán inscribir en un registro que sea accesible al público por medios electrónicos y contenga información básica sobre los auditores legales y las sociedades de auditoría. Los auditores legales deberán sujetarse a una ética profesional que abarque, al menos, su función de interés público, su integridad y objetividad, así como su competencia profesional y diligencia debida, dado que la buena calidad de las auditorías contribuye al correcto funcionamiento de los mercados, al incrementar la integridad y la eficiencia de los estados financieros.

La norma exige que los auditores legales y las sociedades de auditoría sean independientes cuando realicen auditorías legales. Podrán informar a la entidad auditada de los asuntos derivados de la auditoría, pero deben abstenerse de participar en los procesos de toma de decisiones internos de la entidad auditada. Los auditores deberán documentar en sus papeles de trabajo todas las amenazas significativas a su independencia, así como las salvaguardias aplicadas para atenuarlas. Si se encontraran en una situación en la que la importancia de las amenazas para su independencia, incluso tras la aplicación de salvaguardias para mitigarlas, fuera demasiado grande, deberán renunciar al contrato de auditoría o abstenerse de ejecutarlo.

En el caso de cuentas consolidadas, se exige que el auditor del grupo tenga responsabilidad plena del informe de auditoría. A tal efecto, tendrá que revisar y guardar la documentación de su evaluación del trabajo de auditoría realizado por auditores de terceros países.

Por otro lado, la norma señala que los Estados miembros se asegurarán de que todos los auditores legales y las sociedades de auditoría estén sujetos a un sistema de control de calidad que cumpla determinados criterios, y que se organice independientemente de aquellos. Los Estados miembros deberán organizar el sistema de control de calidad, de tal manera que los auditores se sometan a una revisión, al menos, cada seis años (que se reduce a tres para los auditores de entidades de interés público). Del mismo modo, se emplaza a los Estados miembros a que organicen un sistema efectivo de supervisión pública de los auditores legales y de las sociedades de auditoría sobre la base del control en el país de origen. Los mecanismos normativos de supervisión pública permitirán una cooperación efectiva a escala comunitaria entre las actividades de supervisión de los Estados miembros. Dicho sistema estará gestionado por una mayoría de personas ajenas a la profesión, pero con conocimientos sobre los temas relacionados con la auditoría legal. También se prevé la colaboración con terceros países, sobre la base de los principios de equivalencia y reciprocidad.

Por otro lado, la Directiva regula disposiciones especiales para la auditoría legal de las entidades de interés público. Entre otras, exige que los auditores de entidades de interés público publiquen en sus sitios de Internet un informe anual de transparencia y estén sujetos a requerimientos adicionales de independencia, en particular a un período mínimo de rotación de siete años para el principal socio auditor. El requerimiento más importante es que las entidades de interés público deberán contar con un *comité de auditoría*, facultando a los Estados miembros a que concreten las funciones que podrán ser asignadas a dicho comité o a un órgano que realice tareas equivalentes, y que incluirán, entre otras, la supervisión del proceso de presentación de la información financiera, de la eficacia del control interno de la empresa, de la auditoría legal de las cuentas anuales y consolidadas, y de la independencia del auditor legal o de la sociedad de auditoría.

Por último, los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y sus sociedades de gestión operan en un entorno normativo estrictamente definido y están sometidos a mecanismos específicos de administración, como los controles ejercidos por su depositario.

Los Estados miembros adoptarán y publicarán, antes del 29 de junio de 2008, las disposiciones necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en esta Directiva.

IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE NO RESIDENTES: ACREDITACIÓN DE LA RESIDENCIA. — La *Orden EHA/1674/2006, de 24 de mayo* (BOE de 1 de junio), estableció un procedimiento especial de acreditación de la residencia de ciertos accionistas o partícipes no residentes para las rentas obtenidas sin mediación de establecimiento permanente en el ámbito del impuesto sobre la renta de no residentes, en el supuesto de contratos de comercialización transfronteriza de acciones o participaciones de IIC españolas. También reguló las obligaciones de suministro de información de estas entidades a la Administración Tributaria española.

Este procedimiento tiene dos finalidades: en primer lugar, justificar la práctica de retenciones o ingresos a cuenta cuando se aplique un límite de imposición fijado en un convenio para evitar la doble imposición, o cuando no se practique retención y se haya suscrito un convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información. En segundo lugar, aun en el caso de que no se aplicara un tipo limitado inferior al interno o una exención al practicar la retención, a través de este procedimiento la entidad comercializadora acredita ante el obligado que las rentas obtenidas por todos sus clientes tributan como rentas obtenidas sin mediación de establecimiento permanente (siempre dentro del ámbito del impuesto sobre la renta de no residentes).

Por último, en la Orden se regulan las obligaciones informativas impuestas a las entidades comercializadoras en el extranjero y el procedimiento para el cumplimiento de tales obligaciones. La comercializadora habrá de remitir a la Administración Tributaria española, en los tres primeros meses del año siguiente al que se refiera la información, una relación anual individualizada de perceptores y transmitentes, y de posiciones inversoras a 31 de diciembre de todos sus clientes. Asimismo, la comercializadora extranjera deberá comunicar a la entidad gestora, o a la sociedad de inversión, que ha efectuado dicha remisión.

## JUNIO 2006

DIRECTIVA EUROPEA RELATIVA AL ACCESO A LA ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y A SU EJERCICIO (REFUNDICIÓN).—La *Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE, de 14 de junio* (DOUE del 30), refundió en un solo texto la *Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE, de 20 de marzo, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio*, junto con sus modificaciones posteriores.

La Directiva mantiene la filosofía de las anteriores, en el sentido de basarse en el principio de permitir a las entidades de crédito autorizadas en un Estado miembro de origen el ejercicio en toda la Unión Europea de todas o parte de las actividades señaladas en la lista del anexo I de la Directiva (lista de actividades típicas de las entidades de crédito que se benefician del reconocimiento mutuo), mediante el establecimiento de una sucursal, o por vía de prestación de servicios. No obstante, modifica sustancialmente la filosofía del tratamiento de la solvencia de las entidades de crédito, que se basa ahora en tres pilares: los requerimientos mínimos de capital (pilar 1), la revisión supervisora (pilar 2) y la información al mercado (pilar 3), que deben tenerse en cuenta conjuntamente con el objetivo de que las entidades tengan un nivel de fondos propios acorde con su perfil de riesgos global.

Como novedad, la Directiva incorpora las disposiciones del documento aprobado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea el 26 de junio de 2004 (conocido como Basilea II) en relación con los requisitos mínimos de capital referidos a las entidades de crédito y las normas de capital, con el fin de evitar el falseamiento de la competencia y fortalecer el sistema bancario en el mercado interior. Para ello, se moderniza la normativa de solvencia para hacerla más amplia y sensible al riesgo, y para incentivar una mejor gestión del mismo.

Asimismo, la Directiva añade que las disposiciones relativas a los requisitos mínimos de capital deben contemplarse en relación con otros instrumentos específicos, que también armonizan las técnicas fundamentales para el control de las entidades de crédito.

Otra novedad de la norma hace referencia a que las entidades de crédito estarán obligadas a calcular requerimientos de capital para cubrir su riesgo operacional, para lo que, además de métodos supervisores simples, podrán emplear métodos de medición avanzada basados en sus propios sistemas de medición del riesgo operacional, siempre y cuando la autoridad competente autorice expresamente el uso de los correspondientes modelos, a fin de calcular los requisitos de fondos propios. Tales métodos, una vez autorizados por las autoridades competentes, no podrán aplicarse antes del 1 de enero de 2008.

Por otro lado, la Directiva mantiene que los Estados miembros prohibirán a las personas o empresas que no sean entidades de crédito el ejercicio, con carácter profesional, de la actividad de recepción de depósitos u otros fondos reembolsables del público. No obstante, queda exceptuada de esta prohibición la recepción de depósitos u otros fondos reembolsables por parte de un Estado miembro, de las autoridades regionales o locales de un Estado miembro o de un organismo internacional público, o, en los casos expresamente contemplados en la

legislación nacional o comunitaria, siempre que dichas actividades se encuentren sujetas a las regulaciones y controles aplicables a la protección de los depositantes e inversores.

Los Estados miembros adoptarán y publicarán, antes del 31 de diciembre de 2006, las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para que se cumplan los distintos apartados de esta Directiva, no incluidos en directivas anteriores que han sido motivo de refundición, siendo aplicables, por tanto, a partir del 1 de enero de 2007.

DIRECTIVA EUROPEA SOBRE LA ADECUACIÓN DEL CAPITAL DE LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN Y LAS ENTIDADES DE CRÉDITO (REFUNDICIÓN).—La *Directiva 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE, de 14 de junio* (DOUE del 30), refundió en un solo texto la Directiva 93/6/CEE, del Consejo, de 15 de marzo, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, junto con sus modificaciones posteriores.

La Directiva refundida incorpora, entre otros aspectos, los objetivos fijados por la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros, es decir, la coordinación de las normas que regulaban la autorización y el ejercicio de la actividad de las empresas de inversión, en concreto, que dichas empresas pudieran crear sucursales y prestar servicios libremente en otros Estados miembros, sobre la base de la autorización y supervisión del país de origen.

Del mismo modo, la Directiva asume las disposiciones del acuerdo marco de Basilea II relativas a la cartera de negociación. No obstante, recoge referencias a elementos desarrollados en la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (comentada en el epígrafe anterior), como son la definición de fondos propios que deben servir como base para determinar los fondos propios de las empresas de inversión y de las entidades de crédito, o el tratamiento del riesgo de crédito y del riesgo operacional. Establece, además, normas complementarias específicas que tienen en cuenta el diferente alcance de las exigencias de capital relacionadas con el riesgo de mercado; todo ello con el fin de fortalecer el sistema financiero comunitario y evitar distorsiones de la competencia.

Por otro lado, la Directiva establece normas comunes con relación a los riesgos de mercado de las entidades de crédito y proporciona un marco complementario para la supervisión de riesgos de las empresas de inversión, entre otros, los riesgos de mercado y, más particularmente, los riesgos de posición, liquidación, contraparte y tipo de cambio.

El resto de la norma presenta algunas otras novedades de menor entidad. Así, establece que las exigencias mínimas de capital se apliquen tomando como base la situación financiera consolidada del grupo para garantizar una solvencia adecuada de las entidades de un grupo. Del mismo modo, detalla las exigencias mínimas de capital que se aplicarán a cada una de las entidades individuales del grupo para garantizar que los fondos propios se distribuyen adecuadamente dentro del grupo y que están disponibles para proteger las inversiones cuando sea necesario, a menos que dicho objetivo pudiera lograrse de manera efectiva de otro modo. También establece un marco común de supervisión de las empresas de inversión en base consolidada.

Por otro lado, la Directiva emplaza a las autoridades competentes a que evalúen la adecuación de los fondos propios de las entidades a la vista de los riesgos a los que estas últimas están expuestas. Por el mismo motivo, y con el fin de garantizar que las entidades comunitarias que operan en varios Estados miembros no soporten una carga desproporcionada como

resultado de las responsabilidades de autorización y supervisión que siguen correspondiendo a las autoridades competentes de cada uno de los Estados miembros, se aumenta de manera significativa la cooperación entre autoridades competentes, reforzando el papel de la autoridad responsable de la supervisión consolidada.

Los Estados miembros adoptarán y publicarán, antes del 31 de diciembre de 2006, las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para que se cumplan los apartados de esta Directiva, no incluidas en directivas anteriores que han sido motivo de refundición, siendo aplicables a partir del 1 de enero del próximo año.

**MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE DETERMINACIÓN Y CONTROL DE LOS RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS.**—La *CBE 2/2006, de 30 de junio* (BOE de 8 de julio), modificó a la *CBE 5/1993, de 26 de marzo*, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, para incorporar y adaptar las modificaciones introducidas por la *Ley 5/2005, de 22 de abril*, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero, desarrollada reglamentariamente por el *RD 1332/2005, de 11 de noviembre*.

En primer lugar, la Circular introduce cambios significativos en lo referente a la computabilidad y deducibilidad de ciertos elementos de los recursos propios. Así, en el apartado de las reservas, se permite el cómputo de ciertas plusvalías derivadas de la aplicación de las NIC, y de los ajustes por valoración positivos por coberturas de inversiones netas en negocios en el extranjero. Dentro de las reservas de regularización, actualización o revalorización de activos, se añaden determinados porcentajes sobre los importes brutos de las plusvalías (netas de minusvalías) que se contabilicen como ajustes por valoración de activos financieros disponibles para la venta dentro del patrimonio neto. Asimismo, se incorpora dentro del cómputo de los recursos propios el saldo contable de la cobertura genérica correspondiente al riesgo de insolvencia de los clientes, es decir, ligada a las pérdidas inherentes o no asignadas específicamente por deterioro del riesgo de crédito en la parte que no exceda del 1,25% ponderado de los riesgos que hayan servido de base para el cálculo de la coberturas. Por otro lado, se clarifica el régimen de las acciones sin voto y de las acciones rescatables, y otros instrumentos similares, ya que computarán por la parte efectivamente desembolsada. Del mismo modo, se recoge explícitamente la competencia del Banco de España para verificar como recursos propios las acciones sin voto, rescatables, acciones preferentes y participaciones preferentes, a fin de calificar su computabilidad como recursos propios y su asignación a los elementos de los mismos que corresponda.

En segundo lugar, la Circular recuerda y detalla las obligaciones de los grupos de entidades financieras de contar con procedimientos de gestión de riesgos y de control interno, así como la supervisión de sus operaciones intra-grupo, ya establecidas en las normas de superior rango.

En tercer lugar, se introducen algunos cambios menores en la definición de grupos consolidables, especialmente cuando están dominados por una entidad financiera situada en un tercer país. En el apartado de la definición de grandes riesgos y límites a la concentración, se establecen las condiciones para que, en la agregación y cálculo de los riesgos sujetos a esos límites, no se tengan en cuenta las plusvalías contabilizadas como ajustes por valoración de activos financieros disponibles para la venta dentro del patrimonio neto.

Finalmente, se reforma la sección octava de la Circular 5/1993 (anteriormente dedicada a la vigilancia prudencial de los grupos mixtos), para incluir, además, la información que deben

rendir los conglomerados financieros en los que el Banco de España ejerza la función de coordinador, conforme a lo establecido en la Ley 5/2005, de 22 de abril.

INFORMACIÓN DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EXTRANJERAS.—La CCNMV 2/2006, de 27 de junio (BOE de 25 de julio), sobre información de las IIC inscritas en los Registros de la CNMV, que, a la vez que derogó la CCNMV 3/2003, de 29 de diciembre, reguló el envío de la documentación exigida a estas instituciones por vía telemática, al mismo tiempo que aclaró el procedimiento aplicable a las modificaciones esenciales en la oferta de acciones y participaciones de IIC extranjeras no armonizadas, concretó la documentación que debe remitirse a la CNMV en caso de modificaciones de la información registrada, y permitió al inversor la consulta y recepción de información por medios telemáticos.

## JULIO 2006

FINANCIACIÓN COMPLEMENTARIA DEL TESORO PÚBLICO.—La Orden EHA/2393/2006, de 14 de julio (BOE del 25), reguló los procedimientos para la concertación de líneas de crédito y otras operaciones de financiación a corto plazo, así como de préstamos a medio y a largo plazo por parte de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

Estos procedimientos se deben entender como complementarios de los que sirven a las emisiones regulares de deuda del Estado, en la medida en que el objetivo básico de las operaciones que se regulan a continuación es la cobertura de necesidades transitorias de tesorería. Asimismo, deberán garantizar el respeto a los principios de objetividad, transparencia y publicidad establecidos en la Ley 47/2003, sin perjuicio de que puedan darse casos en los que, con el objetivo de aplicar una adecuada política de gestión del riesgo de incumplimiento, o por la necesidad de evitar movimientos especulativos del mercado previos a la realización de la operación, convenga restringir la concurrencia a las entidades financieras que reúnen la condición de creadores del mercado de deuda pública. El motivo de esta restricción reside en la necesidad de que el Tesoro Público controle de manera rigurosa su riesgo de contraparte, por lo que conviene, por seguridad, que estas operaciones se realicen únicamente con entidades de la máxima solvencia.

La Orden establece que el Tesoro podrá disponer la concertación de las líneas de crédito que considere necesarias para asegurar la financiación a corto plazo de las necesidades transitorias de tesorería. Como medio alternativo o complementario, el Tesoro podrá concertar otro tipo de operaciones de financiación a corto plazo para cubrir necesidades transitorias de tesorería, como préstamos u operaciones dobles o con pacto de recompra sobre valores de deuda del Estado u otros valores, ya sean de nuevas emisiones, de ampliaciones de emisiones existentes o de valores que el Tesoro tenga en su cuenta de valores. También podrá contratar préstamos a medio y a largo plazo, complementarios a los instrumentos de financiación utilizados habitualmente, con la finalidad de minimizar el coste de los recursos tomados a medio y largo plazo y adecuar sus condiciones a las necesidades financieras del Estado.

DETERMINADAS OBLIGACIONES DE PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITALS.—Con la publicación de la Orden EHA/2619/2006, de 28 de julio (BOE de 10 de agosto), se desarrollaron determinadas obligaciones de prevención del blanqueo de capitales de los sujetos obligados que realicen actividad de cambio de moneda o gestión de transferencias con el exterior, con el fin de armonizar razonablemente las necesidades de la prevención del blanqueo de capitales.

La norma establece la aplicación de medidas adicionales a las previstas con carácter general en materia de identificación para aquellas operaciones de cambio de moneda o gestión de

transferencias que se realicen sin que medie cargo o abono en cuenta del cliente cuyo importe, bien singular, bien acumulado en cada trimestre natural, supere los 3.000 euros en el caso de transferencias con el exterior o los 6.000 euros en el de cambio de moneda. Asimismo, se regula la ejecución de transferencias con el exterior ordenadas por clientes que no se encuentren físicamente presentes a través de medios telefónicos, electrónicos o telemáticos, que deberán cumplir determinados requisitos especificados en la norma.

Por otro lado, se regula la conservación de documentos, estableciendo criterios concretos en relación con los distintos tipos de documentación exigidos por la normativa. En cualquier caso, los sujetos obligados conservarán la documentación de estas operaciones, al menos, durante seis años.

Finalmente, la Orden proporciona a los sujetos obligados instrucciones precisas para el establecimiento de procedimientos y órganos adecuados de control interno y de comunicación con el fin de detectar, prevenir e impedir la realización de operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales, a través de dos técnicas: por un lado, estableciendo el contenido y el alcance mínimo de las medidas de control interno, adaptándose a la organización interna del sujeto obligado, y, por otro, precisando el modo en que dichos procedimientos se considerarán adecuados en relación con los resultados que las medidas de control interno deben obtener.

RESIDENTES TITULARES DE CUENTAS EN EL EXTRANJERO.— Se publicó la *CBE 3/2006, de 28 de julio* (BOE de 11 de agosto), sobre residentes titulares de cuentas en el extranjero, que derogó la *CBE 24/1992, de 18 de diciembre*, con el fin de actualizar y facilitar el cumplimiento de la información que deben remitir al Banco de España los residentes titulares de cuentas abiertas en oficinas operantes en el extranjero de entidades bancarias o de crédito, y las cuentas abiertas con otras entidades no residentes que no sean entidades bancarias o de crédito, a través de las que se realicen cobros, pagos o transferencias exteriores y se compensen créditos y débitos mutuos.

En primer lugar, respecto a los cobros, pagos y transferencias realizados mediante abonos y adeudos en las cuentas, se eleva de 6.000 euros a 12.500 euros el umbral por debajo del cual se podrán refundir los cobros y pagos correspondientes a dichas operaciones, indicando el total de cobros y los pagos correspondientes a dichas operaciones, sin netear los cobros con los pagos. Del mismo modo, los movimientos de una misma cuenta, de importe superior a 12.500 euros (antes, 6.000 euros) cuya fecha de abono o adeudo en la cuenta esté comprendida en un mismo período de comunicación, deberán agruparse, sin netear los cobros con los pagos, cuando coincidan su moneda, el país de contrapartida y todos los datos correspondientes al concepto del cobro o pago especificados en las instrucciones de procedimiento de la Circular.

En segundo lugar, se mantiene la periodicidad mensual respecto a la información sobre cobros, pagos y transferencias realizados mediante abonos y adeudos en las cuentas, y su remisión al Banco de España habrá de producirse no más tarde del día 20 del mes siguiente al que se informa. Continúan exentos de presentar dichas declaraciones mensuales los titulares de cuentas en el exterior cuando ni la suma de abonos ni la de adeudos, en un mes, alcancen el importe de 3.000.000 de euros, o su contravalor en otras monedas.

Finalmente, respecto al envío de la información se introduce la posibilidad de enviarla, además de en soporte de papel, por vía telemática, conforme a los procedimientos especificados en el anejo de la Circular.

NUEVA LEY DE MEDIACIÓN DE SEGUROS Y REASEGUROS PRIVADOS. — La *Ley 26/2006, de 17 de julio* (BOE del 18), de mediación de seguros y reaseguros privados, que deroga la *Ley 9/1992, de 30 de abril*, transpuso la Directiva 2002/92/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de diciembre de 2002, sobre la mediación en los seguros al ordenamiento jurídico español.

Esta nueva regulación se asienta en tres principios básicos: la regulación de nuevas formas de mediación, con la incorporación de las figuras del agente de seguros vinculado a varias entidades aseguradoras y del corredor de reaseguros; el principio de igualdad de trato de las distintas clases de mediadores, para lo cual se prevén requisitos profesionales equivalentes para todos ellos atendiendo a su especial naturaleza, y el principio de transparencia que garantice adecuadamente la protección de los consumidores en este ámbito.

En relación con el primer principio, la Ley establece, de acuerdo con la Directiva, unos requisitos profesionales mínimos exigibles a los distintos mediadores y prevé su aplicación para cada clase de ellos. Sin perjuicio de lo anterior, la norma también prevé la figura del agente de seguros exclusivo de una compañía aseguradora, que ya se regulaba en la legislación anterior. Dichos agentes estaban ligados solamente a una entidad aseguradora o, con el consentimiento de esta, a otra u otras entidades, siempre que estuvieran autorizados y la autorización comprendiera ramos, modalidades o contratos no practicados por las entidades autorizantes. Con la nueva Ley, que en líneas generales mantiene el régimen anterior, se establece que solo podrán estar ligados, como máximo, a dos entidades aseguradoras, siempre que cuenten con autorización de la primera, y actúen en la segunda en ramos, riesgos o contratos en los que no opera la entidad autorizante.

Por otro lado, se aborda la mediación a través de las redes de distribución de las entidades de crédito, bajo la denominación de operadores de banca-seguros, cuya regulación pretende contemplar una realidad consolidada en el mercado español y dotar a esta forma de distribución de mayor transparencia. De este modo, las entidades de crédito y, en su caso, las sociedades mercantiles controladas o participadas por estas, cuando ejerzan la actividad de agente de seguros, adoptarán la denominación de operador de banca-seguros exclusivo o, en su caso, la de operador de banca-seguros vinculado, que quedará reservada a ellas.

Se regula igualmente la figura del corredor de seguros, mantenida en el régimen anterior, en el que se destaca su independencia respecto de las entidades aseguradoras, y la del corredor de reaseguros, figura esta que no se recogía en la legislación anterior, y que adapta la nueva Ley a las exigencias de la Directiva.

Por lo que se refiere a las actividades en régimen de derecho de establecimiento y de libre prestación de servicios en la Unión Europea, se regula el procedimiento de notificación con carácter previo a su iniciación, tanto para los mediadores residentes o domiciliados en España que pretendan operar en otros Estados miembros de la Unión Europea, como para los procedentes de otros Estados miembros que pretendan operar en España.

Por otra parte, la Ley establece una serie de exigencias encaminadas a garantizar la transparencia informativa y la protección a la clientela. En este sentido, la obligación de establecer un punto único de información que contenga los datos procedentes del Registro estatal y de los Registros que, en su caso, existan en las Comunidades Autónomas constituye un mecanismo indispensable de cara a la protección del consumidor, pues solo los mediadores que hayan acreditado los requisitos profesionales requeridos podrán figurar inscritos en él, el cual deberá estar actualizado y ser de fácil acceso para el público.

Otro aspecto destacado por la Ley es la información que, con carácter previo a la suscripción del contrato de seguro, debe proporcionar el mediador de seguros a su clientela, para que esta pueda tener conocimiento de la clase de mediador que le asesora y de su situación de dependencia o de independencia respecto de las entidades aseguradoras que concurren en el mercado.

La Ley también incide en la protección de la clientela al establecer la exigencia de prever procedimientos para atender y resolver las quejas y reclamaciones que la clientela de los mediadores pueda presentar conforme a lo establecido tanto en esta norma como en las referidas a la protección del cliente de los servicios financieros y las de protección de los consumidores y usuarios. A estos efectos, la Ley establece para todos los mediadores de seguros que operen en España la obligación de disponer de un departamento o servicio de atención al cliente o de un defensor del asegurado, que viene a complementar al existente en las entidades aseguradoras.

Finalmente, se recoge el régimen de infracciones y sanciones administrativas específico de la actividad de mediación en seguros y se establecen nuevas infracciones de acuerdo con la Directiva y con las exigencias previstas en esta Ley.

## AGOSTO 2006

DIRECTIVA SOBRE LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN.—La *Directiva 2006/73/CE, de la Comisión, de 10 de agosto de 2006* (DOUE de 2 de septiembre), desarrolló la aplicación de la *Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004*, relativa a los mercados de instrumentos financieros, y estableció el marco general de un régimen regulador de los mercados financieros en la Unión Europea, en lo relacionado con los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión.

La Directiva establece los requisitos generales de organización que los Estados miembros deberán exigir a las empresas de inversión, que, entre otros, serán los siguientes: a) el establecimiento de procedimientos de adopción de decisiones que presten especial atención a la verificación del cumplimiento de la normativa y de los procedimientos internos, a la gestión de los riesgos y de los conflictos de interés, al tratamiento de las reclamaciones y a la externalización de operaciones; b) el establecimiento de una estructura organizativa que especifique de forma clara y documentada los canales de información y asigne funciones y responsabilidades, así como procedimientos para cumplirlos adecuadamente; c) la cualificación adecuada del personal para desempeñar las funciones que se le asignen, y d) el mantenimiento de un registro ordenado y adecuado de su actividad y organización interna. Asimismo, para esos fines, las empresas de inversión tendrán en cuenta la naturaleza, escala y complejidad de su actividad empresarial, y la naturaleza y gama de los servicios y actividades de inversión emprendidos en el curso de dicha actividad empresarial.

En lo referente a la gestión de riesgos, la Directiva establece que los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión adopten procedimientos y políticas de gestión del riesgo que permitan determinar los riesgos derivados de las actividades, procesos y sistemas de la empresa y, en su caso, establecer el nivel de riesgo tolerado por la misma.

Del mismo modo, y cuando resulte adecuado a su escala y complejidad operativa, dichas empresas deberán organizar y mantener un órgano de auditoría interna que sea distinto e independiente de sus demás órganos y actividades y que asuma determinadas responsabilidades, como elaborar, aplicar y mantener un plan de auditoría dirigido a examinar y evaluar la adecuación y eficacia de los sistemas, mecanismos de control interno y disposiciones de la empresa de inversión.

Por otra parte, la Directiva regula la externalización de las funciones operativas importantes de las actividades de inversión (aquellas en las que una deficiencia o anomalía en su ejecución puede afectar considerablemente a la capacidad de la empresa para cumplir permanentemente sus obligaciones). En este proceso, las empresas de inversión seguirán siendo responsables del cumplimiento de las obligaciones fijadas en la Directiva 2004/39/CE; en especial, la externalización no deberá dar lugar a la delegación de responsabilidad por parte de la alta dirección, ni deberá alterar las relaciones o las obligaciones de la empresa de inversión con respecto a sus clientes.

Un apartado importante de la Directiva hace referencia a la protección de la clientela de las empresas de inversión. Respecto a las reclamaciones presentadas por los clientes o posibles clientes, se exige a las empresas de inversión el establecimiento de procedimientos efectivos y transparentes que permitan un tratamiento razonable y rápido de las reclamaciones presentadas por dichos clientes, y que guarden registro de cada reclamación y de las medidas adoptadas para su resolución. En cuanto a la información a clientes minoristas o posibles clientes, la Directiva establece que debe ser imparcial, clara, fácilmente comprensible y no engañosa. En lo referente a la información sobre instrumentos financieros, la Directiva exige que las empresas de inversión proporcionen a clientes o posibles clientes una descripción general de la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros, teniendo en cuenta, en especial, la categoría del cliente como cliente minorista o cliente profesional.

Por otro lado, la norma se ocupa de la protección de los instrumentos financieros y de los fondos de los clientes, para lo cual establece que los Estados miembros deberán imponer ciertas restricciones a las operaciones que pueden realizarse con los mismos y exigir el cumplimiento de una serie de requisitos, como son el mantenimiento de todos los registros y cuentas necesarios para permitirles en cualquier momento y sin demora distinguir los activos de un cliente de los activos de otros clientes y de sus propios activos, así como la conciliación regular de sus cuentas y registros internos con los de aquellos terceros en cuyo poder obren esos activos.

Finalmente, los Estados miembros deberían haber adoptado y publicado, como tarde el pasado 31 de enero de 2007, las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para cumplir lo dispuesto en la presente Directiva, que serán de aplicación obligatoria a partir del 1 de noviembre de 2007.

REGLAMENTO COMUNITARIO RELATIVO A LAS OBLIGACIONES DE LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN.—Se publicó el *Reglamento 1287/2006, de la Comisión, de 10 de agosto de 2006* (DOUE de 2 de septiembre), por el que se desarrolla la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado y la admisión a negociación de instrumentos financieros, con el fin de garantizar un régimen armonizado en todos los Estados miembros.

En cuanto al registro de las operaciones y órdenes de clientes, las empresas de inversión recogerán un único conjunto de datos (la designación del cliente o cualquier persona competente que actúe en nombre del cliente, la naturaleza y tipo de orden, la fecha y hora exacta de la operación, etc.), con el fin de armonizar las exigencias de información entre Estados miembros, y minimizar las diferencias de las obligaciones de información en las operaciones transfronterizas.

Respecto a la información sobre las operaciones, el Reglamento establece que los informes sobre las operaciones con instrumentos financieros se elaborarán en formato electrónico,

excepto en circunstancias excepcionales; en él se especifican las condiciones que deben cumplir los métodos para la elaboración de dichos informes.

Por otro lado, se regulan los requisitos de transparencia de las operaciones con acciones admitidas a negociación en un mercado regulado con el fin de garantizar que los inversores estén debidamente informados sobre el verdadero nivel de operaciones reales y potenciales con dichas acciones, tanto si esas operaciones se realizan en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación (SMN) o internalizadores sistemáticos, como fuera de esos sistemas de negociación.

Un apartado específico de la norma regula las condiciones para la admisión a negociación de valores negociables, fijando los criterios para evaluar tales valores de modo que puedan negociarse de modo correcto, ordenado y eficiente, así como los requisitos para la admisión a negociación en un mercado regulado de las participaciones emitidas por los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. Finalmente, se establecen las condiciones que deben cumplir los instrumentos financieros derivados.

El Reglamento se aplicará desde el 1 de noviembre de 2007, salvo algunas disposiciones, que se aplicarán desde el 1 de junio de 2007.

**INSTRUMENTOS Y PROCEDIMIENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA.** — Se publicó la *Orientación del Banco Central Europeo (BCE/2006/12)*, de 31 de agosto de 2006 (DOUE de 13 de diciembre), por la que se modifica la Orientación BCE/2000/7 sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, con el fin de introducir los activos no negociables en la lista única de activos de garantía admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema. La norma establece que los bancos centrales nacionales (BCN) deberían haber remitido al BCE, antes del pasado 20 de septiembre, información detallada de los textos y mecanismos mediante los cuales se propongan dar cumplimiento a la citada Orientación, que entró en vigor el pasado 1 de enero.

## SEPTIEMBRE 2006

No hubo regulación financiera relevante.

## OCTUBRE 2006

**BANCO DE ESPAÑA: SERVICIO DE CAJA ORDINARIO PARA LOS BILLETES EN EUROS.** — Mediante la promulgación de la *Resolución de 27 de octubre de 2006* (BOE de 23 de noviembre), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, se aprobaron las cláusulas generales aplicables al servicio de caja ordinario para los billetes en euros, con el fin de establecer el marco general al que se sujetará este servicio.

Para la prestación de este servicio previamente la entidad de crédito deberá solicitarlo por escrito al Banco de España, comunicando que se adhiere expresamente a las cláusulas generales. A partir de ese momento, la entidad de crédito adherida podrá realizar peticiones de entrega o solicitud de un determinado número de billetes en la forma y plazo que el Banco de España determine. La entidad adherida solo podrá poner en circulación billetes que hayan pasado los controles de autenticidad y estado de uso definidos en estas cláusulas generales y en los actos que dicte al efecto el Banco de España.

Por otro lado, se establecen las condiciones para la puesta en circulación y para la selección de billetes a través de cajeros automáticos, a través de otros dispositivos operados por el cliente, en los que la entidad de crédito adherida se responsabilizará de que sean rellenos exclusivamente con billetes que hayan pasado los requisitos de autenticidad y buen estado de

uso, o a través de su entrega directa al público por empleados expertos en el conocimiento del billete de la entidad de crédito adherida.

Asimismo, las entidades adheridas quedan obligadas a entregar al Banco de España todos los billetes que no reúnan las condiciones de estado de uso mínimas exigidas para volver a la circulación. Del mismo modo, retendrán y entregarán a aquel todos los billetes presuntamente falsos que detecten como consecuencia del desarrollo de su actividad.

Por otra parte, la norma hace referencia a los casos en los que la entidad de crédito adherida incumpla o cumpla defectuosamente las obligaciones derivadas de las presentes cláusulas generales y los efectos derivados de dicho incumplimiento, así como los supuestos en los que se da por extinguida la prestación del servicio de caja ordinario.

Por último, el Banco de España podrá establecer transitoriamente diferentes grados de cumplimiento de las obligaciones derivadas de las presentes cláusulas generales por las entidades de crédito adheridas, mediante el establecimiento de calendarios, manteniéndose en todo caso el 31 de diciembre de 2010 como fecha límite para su cumplimiento total.

FOLLETOS EXPLICATIVOS DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.—La CCNMV 3/2006, de 26 de octubre (BOE de 22 de noviembre), sobre folletos explicativos de las IIC, desarrolló un nuevo modelo de folleto, que recoge las exigencias normativas establecidas en la Ley de IIC y en su Reglamento. Asimismo, al objeto de evitar una dispersión de la normativa, la presente Circular reúne en un único texto las normas relativas al folleto explicativo de las IIC recogidas hasta ahora en la CCNMV 1/1999, de 14 de enero, y la CCNMV 1/2001, de 18 de abril.

En líneas generales, la Circular, además de regular el contenido mínimo de los folletos explicativos, continúa avanzando en el proceso de reducción del folleto explicativo simplificado, con el objetivo de que se configure como un verdadero instrumento de comercialización mediante la simplificación y homogenización de la información ofrecida.

Así, la sociedad gestora, para cada uno de los fondos que administre, y las sociedades de inversión deberán publicar un folleto completo y un folleto simplificado, que se incorporará al folleto completo como parte separable del mismo. El folleto explicativo de las IIC por compartimentos incluirá un anejo referente a cada compartimento. En su caso, el folleto recogerá información sobre las distintas clases de participaciones o series de acciones.

Tanto el folleto completo como el folleto simplificado deberán contener la información necesaria para que los inversores puedan formarse un juicio fundado sobre la inversión que se les propone y sus riesgos. El folleto simplificado deberá estar redactado de tal forma que resulte fácilmente comprensible para el inversor medio.

En cualquier caso, la CNMV podrá establecer especialidades en cada modelo de folleto, cuando resulten necesarias para su mejor comprensión en función de los distintos tipos y categorías de IIC. También podrá exigir a las IIC o, en su caso, a sus gestoras y depositarios la inclusión en los folletos de cuanta información adicional, advertencias o explicaciones estime necesarias para la adecuada información y protección de los inversores y la transparencia del mercado.

Adicionalmente, cabe reseñar que la norma establece la forma y procedimiento de presentación de los folletos de IIC en la CNMV para su verificación o registro, así como sus actualiza-

ciones sucesivas, que serán necesarias, únicamente, cuando se modifiquen elementos que la propia Circular califica de esenciales. También se faculta a la CNMV para realizar actualizaciones de oficio y para establecer instrucciones específicas en la forma o modelo de la documentación que han de remitir las IIC cuando las modificaciones afecten al folleto de varias IIC gestionadas por una misma sociedad gestora o custodiadas por el mismo depositario.

Finalmente, la Circular regula la obligación de comunicación individualizada a los partícipes de determinadas modificaciones.

## NOVIEMBRE 2006

RÉGIMEN JURÍDICO DE LA CONTABILIDAD Y LA INFORMACIÓN FINANCIERA EN EL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES.—Se publicó la *Orientación del Banco Central Europeo (BCE/2006/16)*, de 10 de noviembre de 2006 (DOUE de 11 de diciembre), sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el SEBC, que actualizó sustancialmente a la *Orientación del Banco Central Europeo (BCE/2002/10)*, de 5 de diciembre de 2002. Dicha Orientación determina que, a partir del 1 de enero de 2007, el SEBC empleará el criterio económico para registrar las operaciones de divisas, los instrumentos financieros denominados en moneda extranjera y los intereses devengados correspondientes. Asimismo, ha establecido dos métodos diferentes para aplicar este criterio: el método ordinario y el método alternativo, según se establece en los anejos de la Orientación. Las operaciones de valores denominadas en moneda extranjera podrán seguir registrándose según el criterio de caja. Los intereses devengados correspondientes, inclusive primas o descuentos, se registrarán diariamente a partir de la fecha de liquidación al contado.

Los BCN podrán emplear el criterio económico o el criterio de caja para registrar todas las operaciones, instrumentos financieros e intereses devengados correspondientes denominados en euros.

REFORMA DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS, DEL IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES Y OTROS TRIBUTOS.—La última reforma de la imposición directa se llevó a cabo mediante la *Ley 35/2006, de 28 de noviembre* (BOE del 29), del impuesto sobre la renta de las personas físicas y de modificación parcial de las leyes de los impuestos sobre sociedades, sobre la renta de no residentes y sobre el patrimonio (en adelante, la Ley).

### **Impuesto sobre la renta de las personas físicas: aspectos relevantes de la reforma**

La reforma tiene como objetivos fundamentales mejorar la equidad y favorecer el crecimiento económico, al tiempo que persigue garantizar la suficiencia financiera para el conjunto de las Administraciones Públicas, favorecer la tributación homogénea del ahorro y abordar, desde la perspectiva fiscal, los problemas derivados del envejecimiento y de la dependencia.

Con el ánimo de cumplir estos objetivos, se elevan los umbrales de rentas no sometidas a tributación de 3.400 a 9.000 euros anuales. Asimismo, se aumenta el mínimo personal de 3.400 a 5.050 euros. Como novedad, se establece que, si el contribuyente tiene una edad superior a 65 años, el mínimo se aumentará en 900 euros anuales. Si la edad es superior a 75 años, se aumentará adicionalmente en 1.100 euros anuales. Por otro lado, se reduce de cinco a cuatro el número de tramos de la tarifa; el tipo marginal máximo disminuye (del 45% al 43%), mientras que aumentan los mínimos (del 15% al 24%).

Una de las principales novedades es que se otorga un tratamiento más neutral a las rentas derivadas del ahorro (ya sean rendimientos de capital mobiliario o ganancias o pérdidas de patrimonio), eliminando buena parte de las diferencias que existían actualmente entre los dis-

tintos instrumentos en los que se materializa. Para ello, se establece la incorporación de todas las rentas que la Ley califica como procedentes del ahorro en una base única con tributación a un tipo fijo establecido en el 18%, idéntico para todas ellas e independiente de su plazo de generación, nivel de renta de las personas físicas y tipo de activo. En el anterior impuesto, las ganancias de patrimonio generadas en el año tributaban al tipo marginal del contribuyente, y el resto, al 15%.

En relación con los dividendos, conforme a la jurisprudencia comunitaria, se obliga a otorgar un mismo tratamiento a los dividendos de fuente interna y a los de cualquier otro país miembro de la Unión Europea. Desaparece la norma de integración de dividendos y, en consecuencia, desaparece la deducción por doble imposición de dividendos. En su lugar, se introduce una exención para los que no superen en cuantía íntegra 1.500 euros.

Con la finalidad de atender los problemas derivados del envejecimiento y de la dependencia, se mantienen los incentivos a aquellos instrumentos destinados a proporcionar unos ingresos complementarios de las pensiones públicas o a la cobertura de determinados riesgos, promoviendo el desarrollo de planes de pensiones privados de carácter complementario al sistema básico de la Seguridad Social. Se modifican, no obstante, los límites de las reducciones por aportaciones y contribuciones a sistema de previsión social, incluidos los planes de pensiones, de forma que se establece un límite máximo, que será la menor de las cantidades siguientes:

- a) El 30% de la suma de los rendimientos netos del trabajo y de actividades económicas percibidos individualmente en el ejercicio, que podrá llegar al 50% para contribuyentes mayores de 50 años. Cabe reseñar que este límite proporcional se había suprimido en la última reforma del impuesto y ahora se reestablece de nuevo.
- b) Un total de 10.000 euros anuales (antes eran 8.000 euros), aunque, en el caso de contribuyentes mayores de 50 años, la cuantía será de 12.500 euros. Por lo tanto, desaparecen los tramos por edades para mayores de 52 años, a razón de 1.250 euros adicionales por cada año hasta el límite máximo de 24.250 euros para partícipes, mutualistas o asegurados de 65 años o más, que establecía el anterior impuesto.

Asimismo, se reduce el límite conjunto de las contribuciones empresariales a planes de pensiones realizadas por los promotores de planes de pensiones de empleo y las aportaciones individuales a planes de pensiones individuales, cuyo límite máximo conjunto estaba cifrado en 16.000 euros, y podía llegar a 48.500 euros para mayores de 65 años. En el nuevo impuesto el límite conjunto no podrá exceder de 10.000 euros, o, en su caso, de 12.500 euros anuales.

En cuanto a las reducciones por aportaciones y contribuciones a sistemas de previsión social constituidos a favor de personas con discapacidad, se eleva de 8.000 a 10.000 euros por las aportaciones realizadas a favor de estas personas con las que exista relación de parentesco o tutoría, y se mantiene como límite máximo en 24.250 euros por las aportaciones anuales efectuadas por todas las personas que realicen aportaciones a favor de una misma persona con discapacidad, incluidas las que hubiera hecho la propia persona discapacitada. Respecto a las prestaciones, la Ley elimina la reducción del 40% anteriormente vigente para los reembolsos de planes de pensiones en forma de pago único, aunque sí lo mantendrán los capitales consolidados correspondientes a aportaciones a fondos de pensiones efectuadas hasta el pasado 31 de diciembre.

Adicionalmente, se acometen, entre otras, tres importantes vías de potenciación de los sistemas de previsión social y de la dependencia: la concesión de beneficios fiscales a los planes de previsión social empresarial (PPSE); la creación del denominado plan individual de ahorro sistemático (PIAS) y los seguros de dependencia.

Respecto a los PPSE, las aportaciones realizadas por los trabajadores, incluyendo las contribuciones del tomador, podrán reducirse de la base imponible general, siempre y cuando cumplan determinados requisitos, y con los mismos límites establecidos para los planes y fondos de pensiones.

En lo referente a los PIAS, estos se configuran como contratos realizados con entidades aseguradoras para constituir con los recursos aportados una renta vitalicia asegurada, siempre que se cumplan ciertos requisitos. Asimismo, el límite máximo anual satisfecho en concepto de primas a este tipo de contratos será de 8.000 euros, y será independiente de los límites de aportaciones de sistemas de previsión social. El importe total de las primas acumuladas en estos contratos no podrá superar la cuantía total de 240.000 euros por contribuyente. Con este producto se pretende fomentar el ahorro a largo plazo a través de una renta vitalicia con el capital acumulado, si bien este operará de forma diferente a los demás al carecer de incentivo a la entrada. Reglamentariamente, se desarrollarán las condiciones para la movilización de los derechos económicos de estos planes.

En lo referente a los seguros de dependencia, se incentiva, por primera vez, desde el punto de vista fiscal, la cobertura privada de esta contingencia. De este modo, se configuran dos tipos de beneficios: los dirigidos a aquellas personas que quieran cubrir un eventual riesgo de incurrir en una situación de dependencia severa o de gran dependencia, y, por otra parte, los dirigidos a aquellas personas que sean ya dependientes, para las que se prevé la posibilidad de movilizar su patrimonio inmobiliario con vistas a obtener unos flujos de renta que les permitan disponer de recursos para paliar las necesidades económicas.

### **Modificaciones del impuesto sobre sociedades y de otras normas fiscales**

En relación con el impuesto sobre sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, en primer lugar, se reduce en cinco puntos el tipo general de gravamen del 35% de forma gradual en dos años, de manera que a partir del año 2007 quede fijado en un 32,5%, y en un 30% en el año 2008. Igualmente en dos ejercicios se reduce en cinco puntos porcentuales el tipo de gravamen de las entidades dedicadas a la exploración, investigación y explotación de hidrocarburos, hasta situarse en un 35% en el año 2008. Asimismo, la reforma presta especial atención a la pequeña y mediana empresa, como elemento dinamizador de la actividad económica, de manera que la reducción de cinco puntos de sus tipos impositivos se realiza en un solo ejercicio, por lo que su tipo impositivo, para aquella parte de su base imponible que no supere una determinada cuantía, quedará fijado en un 25% a partir del ejercicio 2007, mientras que el exceso sobre la misma tributará al tipo del 30% a partir de ese mismo año.

En segundo lugar, se establece que la reducción del tipo impositivo vaya acompañada de la progresiva eliminación de determinadas bonificaciones y deducciones que provocan efectos distorsionadores, manteniéndose las deducciones que persiguen eliminar una doble imposición, logrando así una mayor equidad en el tributo. No obstante, persiste la deducción por reinversión de beneficios extraordinarios, estableciéndose limitaciones al objeto de asegurar la inversión en actividades productivas.

La mayoría de las deducciones se van reduciendo paulatinamente, hasta su completa desaparición en 2011. Mención especial merece la deducción por actividades de investigación y desarrollo e innovación tecnológica, cuya aplicación se mantiene otros cinco años; asimismo, desaparece la deducción por inversiones para la implantación de empresas en el extranjero en el año 2007, dado que el impuesto contiene otras fórmulas incentivadoras de la internacionalización de las empresas.

Por otra parte, se fija el tipo de retención o ingreso a cuenta del impuesto sobre sociedades en un 18%, en coherencia con el nuevo tipo impositivo de los rendimientos del ahorro en el ámbito del IRPF.

En lo referente al impuesto sobre el patrimonio, recogido en la Ley 19/1991, de 6 de junio, se elimina el régimen especial de las sociedades patrimoniales, aunque se mantienen las exenciones de las participaciones en entidades (cotizadas o no cotizadas), siempre que concurren determinadas condiciones.

Respecto al impuesto sobre la renta de no residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, se introducen modificaciones en los tipos de gravamen, tanto en el general como en los correspondientes a los establecimientos permanentes y los rendimientos del ahorro, para adecuarlos a las modificaciones realizadas en las figuras tributarias mencionadas anteriormente.

La Ley entrará en vigor el día 1 de enero de 2007. Asimismo, respecto al impuesto sobre la renta de las personas físicas, esta Ley será de aplicación a las rentas obtenidas a partir del 1 de enero de 2007, y a las que corresponda imputar a partir de dicha fecha, con arreglo a los criterios de imputación temporal establecidos en la normativa vigente.

**MEDIDAS PARA LA PREVENCIÓN DEL FRAUDE FISCAL.** — Se publicó la *Ley 36/2006, de 29 de noviembre* (BOE del 30), de medidas para la prevención del fraude fiscal, que tiene por objeto la aprobación de diversas modificaciones normativas destinadas a la prevención del fraude fiscal. Dichas modificaciones forman parte en su mayoría del Plan de Prevención del Fraude Fiscal, y suponen la adopción de aquellas medidas que por su naturaleza requieren un desarrollo normativo con rango de ley.

En primer lugar, en relación con el impuesto sobre el valor añadido (IVA), se establece un nuevo supuesto de responsabilidad subsidiaria para quien adquiera mercancías procedentes de tramas delictivas, en las que se ha producido el impago del impuesto en una fase anterior, con el fin de desincentivar la adquisición de mercancías a unos precios por debajo del coste.

Otro de los grandes referentes de esta Ley es el fraude en el sector inmobiliario, en el que las novedades se dirigen a la obtención de información que permita un mejor seguimiento de las transmisiones y del empleo efectivo que se haga de los bienes inmuebles. Para ello se establece la obligatoriedad de la consignación del número de identificación fiscal (NIF) y de los medios de pago empleados en las escrituras notariales relativas a actos y contratos sobre bienes inmuebles, figura denominada «cierre registral». La efectividad de estas prescripciones queda garantizada puesto que son fijadas como requisito necesario para la inscripción en el Registro de la Propiedad de tales escrituras.

Mención específica merece la reforma del régimen de operaciones vinculadas tanto en la imposición directa como indirecta. Por lo que afecta a la imposición directa, dicha reforma tiene dos objetivos: el primero, referente a la valoración de estas operaciones según precios de

mercado, de forma que el precio de adquisición por el cual han de registrarse contablemente estas operaciones debe corresponderse con el importe que sería acordado por personas o entidades independientes en condiciones de libre competencia, entendiéndose por el mismo el valor de mercado, si existe un mercado representativo, o, en su defecto, el derivado de aplicar determinados modelos y técnicas de general aceptación (el método de la distribución del resultado, o el método del margen neto del conjunto de operaciones) y en armonía con el principio de prudencia. El segundo objetivo es adaptar la legislación española en materia de precios de transferencia al contexto internacional, al mismo tiempo que, además, se dota a las actuaciones de comprobación de una mayor seguridad, al regularse la obligación de documentar por el sujeto pasivo la determinación del valor de mercado que se ha acordado en las operaciones vinculadas en las que interviene.

Respecto al régimen de las operaciones vinculadas en la imposición indirecta, se añaden en la normativa del IVA determinados supuestos en los que se presume que existe vinculación entre las partes que intervienen en una operación, en cuyo caso su base imponible será su valor normal de mercado.

Finalmente, se recogen otras medidas destinadas a prevenir distintas manifestaciones de fraude. Así, se establece como instrumento de control de la facturación de los empresarios en régimen de estimación objetiva en el IRPF una retención a cuenta cuando operen aquellos con otros empresarios o profesionales. Con carácter más general, se amplían los efectos de la revocación del NIF, y se otorga la necesaria habilitación para que se determinen reglamentariamente los casos en que la aportación de los libros y registros fiscales deba efectuarse telemáticamente y de forma periódica.

NUEVO SISTEMA DE ÍNDICES DE PRECIOS DE CONSUMO.—La *Orden EHA/3804/2006, de 29 de noviembre* (BOE de 15 de diciembre), estableció un nuevo sistema de índices de precios de consumo con base en el año 2006, que recoge, por un lado, las variaciones en los hábitos de consumo de las familias y, por otro, las mejoras metodológicas experimentadas en la elaboración de los índices, que tienden a homogeneizarse con las metodologías aplicadas en el resto de los Estados miembros de la Unión Europea.

## DICIEMBRE 2006

MEJORA DE LA PROTECCIÓN DE LOS CONSUMIDORES Y USUARIOS.—Con el fin de incrementar la protección del consumidor en diferentes ámbitos, se publicó la *Ley 44/2006, de 29 de diciembre* (BOE del 30), de mejora de la protección de los consumidores y usuarios, que modifica a la *Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios*.

Para evitar la imposición a los consumidores de obstáculos onerosos o desproporcionados para el ejercicio de los derechos reconocidos en el contrato, se prohíben las cláusulas contractuales que establezcan obstáculos para el ejercicio de tales derechos y, en particular, la imposición de plazos de duración excesiva o las limitaciones que excluyan u obstaculicen el derecho del consumidor a poner fin al contrato.

En este mismo sentido y con el objetivo de eliminar prácticas obstruccionistas al derecho del consumidor a poner fin a los contratos de prestación de servicios o suministro de bienes de tracto sucesivo o continuado, se introducen reformas para que quede claramente establecido, tanto en la fase previa de información como en la efectiva formalización contractual, el procedimiento mediante el cual el consumidor puede ejercitar este derecho, y se garantice que puede ejercitarlo en la misma forma en que contrató, sin sanciones o cargas para el mismo.

Estas reglas se completan con dos previsiones. De un lado, la integración del contrato conforme a la buena fe objetiva y las exigencias de la leal competencia y, de otro, estableciendo la necesidad de que la información precontractual obligatoria se facilite al consumidor de forma gratuita, sin costes adicionales. Además, la oferta, promoción y publicidad falsa o engañosa de productos será perseguida y sancionada como fraude. El consumidor debe ser informado sobre el precio final completo de los bienes y servicios, con el oportuno desglose, en su caso, de los incrementos o descuentos que sean de aplicación; y de los gastos que se repercutan adicionales por servicios accesorios, financiación u otras condiciones de pago similares.

Asimismo, se refuerza la protección del consumidor adquirente de vivienda, al precisar el carácter abusivo de determinadas cláusulas que le trasladan gastos que corresponden al vendedor. En la Ley 26/1984 ya se recogía el carácter abusivo de ciertas cláusulas en la primera venta de viviendas, en las que el comprador cargaba con los gastos derivados de la preparación de la documentación que por su naturaleza correspondían al vendedor (obra nueva, propiedad horizontal, hipotecas para financiar su construcción o su división y cancelación). Ahora se añaden otras, como son: la estipulación que obliga al comprador a subrogarse en la hipoteca del vendedor de la vivienda o impone penalizaciones en los supuestos de no-subrogación; el pago de los impuestos en los que el sujeto pasivo es el vendedor, y los gastos del establecimiento de los accesos a los suministros generales de la vivienda, cuando esta deba ser entregada en condiciones de habitabilidad. Todo ello con el fin de evitar prácticas desleales que trasladan dichos gastos al consumidor por cláusulas no negociadas.

Por otra parte, con el ánimo de elevar la protección del usuario, la Ley modifica la anterior para prevenir la imposición al consumidor de arbitrajes distintos del Sistema Arbitral de Consumo, de modo que ahora se establece que dichos convenios solo podrán pactarse una vez surgido el conflicto material o controversia entre las partes del contrato, salvo que se trate de la sumisión a órganos de arbitraje institucionales creados por normas legales o reglamentarias para un sector o un supuesto específico. Esta regla se completa con la determinación de la nulidad de los pactos suscritos contraviéndola, en aplicación de las previsiones de la propia Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios sobre la irrenunciabilidad de los derechos reconocidos al consumidor. Otra modificación orientada a elevar dicha protección consiste en que las oficinas y servicios de información y atención al cliente, puestos por las empresas a disposición del consumidor, se aseguren de que este tenga constancia de sus quejas y reclamaciones. Además, la atención personal directa debe garantizarse siempre, incluso cuando se opte por las vías telefónica o electrónica para llevar a cabo esa labor.

PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2007. — Mediante la *Ley 42/2006, de 28 de diciembre* (BOE del 29), se aprobaron los Presupuestos Generales del Estado para el año 2007. Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados de carácter monetario, financiero y fiscal.

En materia de deuda del Estado, como es habitual, se autoriza al Gobierno para que incremente el saldo vivo de la deuda del Estado durante 2007, con la limitación de que dicho saldo no supere el correspondiente a primeros de año en más de 10.675,28 millones de euros, permitiéndose, no obstante, que este límite sea sobrepasado durante el curso del ejercicio previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, estableciendo los supuestos en que quedará automáticamente revisado.

Por lo que se refiere al impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), y a efectos del cálculo de las ganancias patrimoniales derivadas de bienes inmuebles, se incluye la actualización de los coeficientes correctores del valor de adquisición al 2%. También se establecen las

disposiciones que permiten compensar la pérdida de beneficios fiscales que afectan a determinados contribuyentes, como son los arrendatarios y adquirentes de vivienda habitual, con la vigente Ley del IRPF, respecto a los establecidos en la Ley 18/1991, de 6 de junio, del IRPF.

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 el impuesto, por lo que se incluye 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 2007. Finalmente, en materia de tributos locales se actualizan los valores catastrales de los bienes inmuebles en un 2%.

Otras normas de índole económica se refieren al interés legal del dinero, que sube del 4% al 5%, y al interés de demora, que pasa del 5% al 6,25%.

## ENERO 2007

DESARROLLO DE LA NORMATIVA DE LOS SISTEMAS DE PAGOS Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES. — Se publicó la *CBE 1/2007, de 26 de enero* (BOE de 6 de febrero), sobre información que debe rendir la Sociedad Española de Sistemas de Pago, Sociedad Anónima (en adelante, la SEPA), y la aprobación de su normativa.

En este sentido, la SEPA someterá a la autorización del Banco de España, antes de su adopción, tanto la modificación de sus estatutos sociales, como la normativa básica de funcionamiento de los sistemas y servicios que gestione. Asimismo, deberá comunicarle la normativa relativa a los servicios complementarios o accesorios y las instrucciones que regulen la operativa de los sistemas y servicios gestionados por la SEPA. También deberá remitirle las cuentas anuales y el informe de gestión, así como el informe de los auditores externos dentro del mes siguiente a su aprobación.

En otro orden de cosas, el Banco de España podrá recabar de la SEPA información relevante sobre los sistemas y servicios que esta gestione, así como información estadística regular para el seguimiento de su funcionamiento.

Finalmente, cuando proceda, el Banco de España fijará, mediante «Aplicaciones Técnicas» que serán comunicadas a la SEPA, los límites de la cuantía de las órdenes de transferencia de fondos que puedan ser cursadas a través de los sistemas que esta gestione. Dicha fijación se hará atendiendo a los riesgos que entrañen en el procesamiento y liquidación de los pagos, estableciendo, en su caso, los cauces adecuados para las mismas.

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE EL AÑO 2007 Y ENERO DE 2008. — Se publicaron la *ORDEN EHA/19/2007, de 11 de enero* (BOE de 16 de enero), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2007 y enero de 2008, y dos *Resoluciones de 17 de enero de 2007*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE de 26 de enero y BOE de 23 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 2007 y el mes de enero de 2008.

En sentido amplio, se mantienen las condiciones de emisión vigentes en años anteriores. Asimismo, al igual que en el año 2006, el Ministerio de Economía podrá disponer la creación de deuda mediante emisiones de valores u operaciones de crédito, en euros o en otras divisas.

Respecto a los procedimientos de emisión para la deuda del Estado, se mantienen los sistemas de años anteriores y, en particular, los siguientes procedimientos de emisión:

mediante subastas (ofertas competitivas y no competitivas), y mediante cualquier técnica que no entrañe desigualdad de oportunidades para los potenciales adquirentes de los valores.

En lo referente a las letras del Tesoro, 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 que se acompaña en la Orden. Como novedades hay que destacar, por un lado, la suspensión de las subastas de letras a dieciocho meses, manteniéndose las de doce meses, y, por otro, el reinicio a partir del mes de agosto de la emisión de las letras a seis meses (suspendidas en 2006), que tendrán periodicidad mensual y vencimiento en los meses impares del primer semestre de 2008, con el fin de reforzar la liquidez de las nuevas referencias con vencimiento en dichos meses. No obstante, por razones de demanda o de política de emisiones, el Tesoro podría efectuar subastas adicionales a las que se convocan, en las que se pondrían en oferta letras a más corto plazo.

Las subastas tendrán lugar el tercer miércoles de cada mes, periodicidad con la que se ponen en oferta las letras a seis y doce meses, pudiendo diferir los plazos de emisión de los señalados en el número de días necesario para facilitar la agrupación de los vencimientos, que son también mensuales, y coincidiendo con las fechas de emisión para facilitar la reinversión a los tenedores. De esta forma, se mantiene la agrupación de emisiones en letras del Tesoro, con el fin de garantizar la liquidez de este instrumento y consolidar su mercado.

Respecto a los bonos y obligaciones del Estado, los criterios y procedimientos de emisión establecidos para bonos y obligaciones del Estado son, básicamente, los vigentes en 2006, manteniéndose, al igual que las letras, la obligación de elaborar el calendario anual de subastas que se acompaña en la Orden, en el que se señalan 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 se hubiesen fijado en el calendario trimestral antes citado.

Los plazos de emisión en ambas modalidades de deuda serán los habituales de tres y cinco años en bonos y de diez y treinta años en obligaciones, si bien no se descarta la opción a reanudar la emisión a quince años, cuya referencia se alternaría con la de treinta años para compaginar la moderación en el volumen total a emitir y el incremento de la liquidez de las referencias en proceso de emisión. También se mantiene la posibilidad de poner en oferta emisiones que sean ampliación de otras realizadas con anterioridad, a fin de completar el volumen necesario para garantizar su liquidez en los mercados secundarios.

Las subastas mantienen su configuración actual e irán seguidas, como en el caso de las letras, de una segunda vuelta reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de creador de mercado en el ámbito de los bonos y obligaciones del Estado.

Las subastas mantienen su configuración actual, pudiendo formularse peticiones competitivas y no competitivas, siguiendo las mismas características citadas en el apartado anterior.

FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS: CONVENIOS DE PROMOCIÓN (FTPYMES).—La Orden Pre/3/2007, de 10 de enero (BOE del 12), sobre los Convenios de Promoción de FTA

para favorecer la financiación empresarial, introdujo ciertas modificaciones en el procedimiento administrativo de concesión de los avales y añadió algunos nuevos requisitos en el ámbito de la constitución de los fondos de titulación de activos (FTA).

En concreto, se modifica el plazo de presentación de las solicitudes de formalización de los convenios (de 15 días a un mes), y se habilita al director general de Política de la Pequeña y Mediana Empresa para que lo modifique cuando las condiciones de emisión en los mercados así lo aconsejen. Asimismo, se introduce la posibilidad de que la CNMV pueda incluir en la propuesta de concesión del aval una comisión a favor del Estado, cuya cuantía se fijaría en función del valor nominal de los valores de renta fija avalados y su calificación crediticia, que deberá satisfacer la sociedad gestora del FTA. Por último, se introducen ciertas mejoras técnicas en el desarrollo del procedimiento.

**MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES.** — La CBE 2/2007, de 26 de enero (BOE de 14 de febrero), del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, modificó la normativa vigente, integrando y sistematizando los aspectos relacionados con la negociación y contratación del Mercado de Deuda, manteniendo la debida coordinación con IBERCLEAR, Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, SA (en adelante, IBERCLEAR).

La Circular actualiza y sistematiza las normas que rigen la contratación en el mercado de deuda pública, derogando totalmente once circulares y parcialmente otra.

Comienza por regular las obligaciones de información de los titulares de cuenta y entidades gestoras, quienes deberán tener a disposición del Banco de España información sobre su situación financiera y medios necesarios a su condición profesional.

A continuación, define y clarifica las operaciones de mercado, todas ellas recogidas en la normativa anterior. Así, distingue, en primer lugar, las compraventas simples, bien al contado bien a plazo, siendo las primeras aquellas que se ejecutan como máximo en un plazo de cinco días, y las segundas una vez transcurrido dicho período.

En segundo lugar, detalla las operaciones dobles en sus diversas modalidades: compraventas con pacto de recompra (o *repos*), y compraventas simultáneas. Respecto a las primeras, las clasifica en *compraventas con pacto de recompra en fecha fija* y *compraventas con pacto de recompra a la vista*.

Como novedad, la Circular prohíbe la formalización de *repos* entre titulares de cuenta, permitiendo solamente las operaciones de compraventa simples (al contado o a plazo) y simultáneas, ya que aquellas en la práctica tenían escaso volumen de negociación.

No obstante, los titulares de cuenta podrán contratar con terceros todas las operaciones mencionadas, con las siguientes particularidades. En las operaciones de compraventa a plazo con deuda pública anotada (compraventa simple a plazo o simultáneas), el importe nominal contratado no debe ser inferior a 100.000 euros (antes eran 60.000 euros). Esta operativa podrá estar amparada por contratos suscritos por el miembro del mercado y el tercero que participen en la contratación. No obstante, podrán realizarse las operaciones por importe inferior siempre que se formalicen en los contratos tipo recogidos en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 25 de octubre de 1995, que desarrolla parcialmente el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.

En lo referente a la transparencia y publicidad en las operaciones con terceros, cuando la entidad actúe ofreciendo contrapartida en nombre propio, deberán ser concretadas y cerradas en el momento de la contratación la totalidad de las condiciones de la operación, quedando obligada a cotizar públicamente en términos de tasa anual equivalente, e incluyendo, en su caso, las comisiones establecidas por las entidades para cada tipo de operaciones.

Finalmente, cuando la entidad actúe como comisionista, las condiciones de la operación se estipularán con el comitente en términos de un precio o tipo de interés de referencia, que podrá referirse a la fecha-valor de la operación, y de la comisión que sobre aquellos se convenga. En este sentido, a partir de la entrada en vigor de la circular, prevista para el 1 de marzo de 2007, las entidades deberán entregar al comitente una copia del documento en que se formalice la orden de inversión en deuda pública. Además, la liquidación del efectivo deberá coincidir con la fecha de transmisión de los valores.

## **FEBRERO 2007**

No hubo regulación financiera relevante.

## **MARZO 2007**

MODIFICACIONES DE LAS NORMATIVAS REGULADORAS DEL MERCADO HIPOTECARIO, DE RECURSOS PROPIOS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS, DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN, Y EN MATERIA DE ABUSO DE MERCADO.— Se publicó el *Real Decreto 364/2007, de 16 de marzo* (BOE del 17), por el que se modifican cuatro reales decretos del ámbito financiero.

En primer lugar, se modifica el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, y, en concreto, las condiciones de emisión de cédulas hipotecarias de interés variable, en las que se suprime el límite superior a la variación del tipo de interés, que estaba en función del rendimiento previsible de los préstamos de cobertura que tienen establecido, dado que dicha limitación había perdido su razón de ser porque los créditos que formaban la cobertura de este tipo de cédulas han pasado de ser de interés fijo a serlo de interés variable.

En segundo lugar, se reforma el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, de desarrollo de la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, con el fin de aclarar el alcance de una reciente modificación de la lista de los activos en los que se materializan los recursos propios de las entidades de crédito y de sus grupos consolidables. Asimismo, se modifica el régimen de solvencia de las sociedades gestoras de cartera, con objeto de equiparar el régimen de solvencia de estas sociedades al resto de empresas de servicios de inversión (sociedades y agencias de valores). A fin de que las sociedades gestoras de carteras puedan adaptarse a estas nuevas exigencias, la entrada en vigor de estas modificaciones se difiere dos meses respecto al resto del real decreto, que entró en vigor el pasado 18 de marzo.

En tercer lugar, se revisa el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, para aclarar y precisar las necesidades de recursos propios de una empresa de servicios de inversión cuando realice, conforme a lo previsto en su programa de actividades, el servicio de gestión discrecional de carteras.

Por último, se cambia el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado, con el objeto de ampliar el ámbito de las personas vinculadas a los administradores y directivos de un emisor que están obligadas a comunicar las transacciones que realicen con valores

de dicho emisor. Con ello se persigue una incorporación más fiel del régimen comunitario de abuso de mercado al Derecho español.

SOCIEDADES QUE GESTIONAN MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES Y SOCIEDADES QUE ADMINISTREN SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES.—Se promulgó el *Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo* (BOE del 17), por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de la participación en el capital de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores.

Los principales aspectos que implican este desarrollo pueden ser divididos en dos grupos. Por un lado, el Real Decreto contiene las normas especiales para aquellos que posean una participación significativa o de control en las sociedades que administren mercados secundarios y sistemas de registro, compensación y liquidación de valores. Entre otros aspectos, se debe informar sobre otras participaciones del adquirente en sociedades análogas, sus actividades en los mercados financieros y la estrategia para el mercado en cuestión. Se exige, además, un informe de la entidad o entidades que posean hasta ese momento la participación de control. La finalidad de estas previsiones es proporcionar al Gobierno la información suficiente para que pueda fundamentar su decisión sobre la cualificación de la persona o entidad que pretende adquirir la participación de control.

Asimismo, la participación en el capital de este tipo de sociedades estará sujeta a las reglas de las participaciones significativas previstas en la Ley del Mercado de Valores para las empresas de servicios de inversión, con las especialidades que se determinan en este Real Decreto. Así, el ministro de Economía y Hacienda puede oponerse a la adquisición de una participación significativa cuando el grado o tipo de influencia del adquirente comprometa el buen funcionamiento de los mercados o sistemas españoles. Por otro lado, para la adquisición de una participación significativa igual o superior al 1%, pero inferior al 5%, se reduce el plazo establecido en la Ley del Mercado de Valores para considerar que el silencio administrativo tiene sentido positivo. Finalmente, se faculta a la CNMV para pedir la información que considere necesaria sobre el accionariado de estas sociedades.

Por otro lado, se establecen ciertas reglas para las entidades titulares de participaciones de control en estas sociedades. Así, dichas entidades habrán de respetar determinadas condiciones para la introducción de limitaciones a los derechos que atribuye la participación en su capital. Además, cuando les sean aplicables, deberán cumplir las reglas contenidas en la Ley del Mercado de Valores sobre ofertas públicas de adquisición y comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas, sin perjuicio de las obligaciones contenidas en el presente real decreto.

MODIFICACION DEL REGIMEN JURÍDICO DE LAS SOCIEDADES RECTORAS DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES, DE LA SOCIEDAD DE BOLSAS Y DE LA SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES (IBERCLEAR).—Se publicó el *Real Decreto 363/2007, de 16 de marzo* (BOE del 17), por el que se modifica el Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y Miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva; el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones, y el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

En primer lugar, se clarifican las causas para oponerse al nombramiento de los miembros del consejo de administración de la Sociedad Rectora de una Bolsa de Valores, de la Sociedad de Bolsas o de las Sociedades Rectoras de los Mercados de Futuros y Opciones, que serán la no concurrencia de los requisitos de honorabilidad profesional y de conocimientos y experiencia que se exigen a los miembros del consejo de administración de una empresa de servicios de inversión en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

En segundo lugar, se flexibiliza el régimen económico de las Sociedades Rectoras de Bolsas, de la Sociedad de Bolsas, de las Sociedades Rectoras de los Mercados de Futuros y Opciones y de IBERCLEAR, puesto que no tendrán que someter su presupuesto anual a la aprobación de la CNMV o, en su caso, a la Comunidad Autónoma correspondiente, ni el organismo regulador podrá imponer modificaciones en el mismo. No obstante, la CNMV o, en su caso, la Comunidad Autónoma correspondiente mantienen la potestad de aprobar las tarifas de estas entidades, a las que podrán establecer excepciones o limitaciones cuando puedan afectar a la solvencia financiera de las Sociedades Rectoras, provocar consecuencias perturbadoras para el desarrollo del mercado de valores o contrarias a los principios que lo rigen, o introducir discriminaciones injustificadas entre los distintos miembros de la Bolsa.

Por último, respecto al Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, se introducen modificaciones en los mecanismos de aseguramiento de la entrega de valores, y, en concreto, en el régimen de los préstamos de valores vinculados de IBERCLEAR, para evitar el efecto de inflación transitoria de títulos que puede darse en ciertos supuestos de liquidación de operaciones de compraventa de valores.

**MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.** — Ha visto la luz el *Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo* (BOE del 17), por el que se modifica el Reglamento que desarrolla la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, en lo que afecta a las IIC de inversión libre y a las IIC de IIC de inversión libre (es decir, el régimen de los *hedge funds* y los fondos de *hedge funds*).

El objetivo fundamental de esta reforma es flexibilizar el régimen de estas IIC, especialmente en lo referente al régimen de reembolsos, para facilitarles un mayor crecimiento e implantación en el mercado. De este modo se permite a estas IIC establecer un límite máximo del importe a reembolsar con el consiguiente prorrateo de las solicitudes. Además estas instituciones pueden establecer períodos mínimos de permanencia para sus accionistas o partícipes y un régimen de preavisos para las suscripciones y reembolsos más flexible que el régimen general. Por otro lado, podrán no otorgar reembolsos en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo, aunque esta flexibilidad se ve compensada con una mayor exigencia de información en el folleto. Además, de la regulación relativa a las actividades de comercialización resulta evidente que las IIC de inversión libre no podrán realizar tales actividades de comercialización dirigidas a clientes que no tengan la consideración de cualificados (inversores minoristas), si bien no se prohíbe que estos inversores puedan adquirir acciones y participaciones de IIC de inversión libre.

En relación con los fondos de *hedge funds*, se dispone que el uso por la institución de estas opciones más flexibles esté condicionado a que lo exijan las inversiones previstas y, además, que se tenga en cuenta la política de comercialización de la IIC de IIC de inversión libre.

**REQUISITOS DE TRANSPARENCIA RELATIVOS A LA INFORMACIÓN SOBRE LOS EMISORES CUYOS VALORES SE ADMITEN A NEGOCIACIÓN EN UN MERCADO REGULADO.** — Se

publicó la *Directiva 2007/14/CE de la Comisión, de 8 de marzo de 2007* (DOUE del 9), por la que se establecen disposiciones de aplicación de determinadas prescripciones de la Directiva 2004/109/CE, de 15 de diciembre, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

La Directiva se propone asegurar que se fomente y mantenga la confianza del inversor, mediante la divulgación de información exacta, completa y puntual sobre los emisores de valores. Asimismo, al obligar a los emisores a estar informados de los movimientos que afecten a participaciones importantes en las empresas, se propone asegurar que dichos emisores estén en condiciones de mantener informado al público. De la misma manera, las normas de aplicación de las prescripciones sobre los requisitos de transparencia deben elaborarse de manera que aseguren un elevado nivel de protección de los inversores, fortalezcan la eficiencia del mercado y se apliquen de manera uniforme.

Por otra parte, el contenido mínimo del resumen de los estados financieros semestrales, cuando no haya sido preparado de conformidad con las normas internacionales de contabilidad, debe ser tal que evite dar una imagen engañosa de los activos, los pasivos, la situación financiera y los resultados del emisor. El contenido de los informes semestrales debe ser tal que asegure una transparencia adecuada para los inversores mediante un flujo regular de información sobre los resultados del emisor, presentándose la información de manera que sea fácil de comparar con la proporcionada en el informe de gestión del año anterior.

Finalmente, las actividades del creador del mercado deben llevarse a cabo con total transparencia. Por consiguiente, cuando la autoridad competente se lo solicite, el creador de mercado deberá ser capaz de especificar las actividades realizadas en relación con el emisor en cuestión y, en particular, las acciones o instrumentos de mercado que posea para llevar a cabo actividades de creación de mercado.

**NUEVO REGLAMENTO DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS Y MODIFICACION DEL REGLAMENTO DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES.**—Se promulgó el *Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo* (BOE del 31), por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, aprobado por la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, y se modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero.

El Reglamento, en su estructura, se ajusta a la sistemática de la Ley 35/2006, intentando respetar la estructura del texto normativo. A continuación se reseñan los principales cambios efectuados en el ámbito social y financiero.

En lo que se refiere a los rendimientos de capital mobiliario, se adapta la regulación como consecuencia de la no aplicación de la reducción por obtención de rendimientos con período de generación superior a dos años u obtenidos de forma notoriamente irregular en el tiempo a aquellos rendimientos que forman parte de la base imponible del ahorro.

En otro orden de cosas, se han incorporado nuevas obligaciones formales de información para las entidades aseguradoras que comercialicen seguros de dependencia, planes de previsión asegurados o planes individuales de ahorro sistemático, y se ha desarrollado la obligación de información a cargo de los contribuyentes que sean titulares de patrimonios protegidos. Además, se han incorporado dos nuevas disposiciones adicionales para, por una parte, permitir movilizar la provisión matemática entre planes individuales de ahorro sistemático, y

por otra, aclarar la forma de aplicación de la reducción del 65% derivada del régimen fiscal del acontecimiento *Copa del América 2007*.

Dentro de las disposiciones transitorias, entre otros asuntos, se establece un período transitorio de adaptación de las especificaciones de los planes de pensiones a los cambios introducidos en su normativa reglamentaria, que será de doce meses desde la entrada en vigor de esta norma. Por último, se efectúan las modificaciones pertinentes en el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, para adaptarlo a las modificaciones que ha introducido la Ley 35/2006 en el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre.

Este Real Decreto entró en vigor el pasado 1 de abril, salvo alguna de las modificaciones introducidas en el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, que lo harán el 1 de enero de 2008.

## 2 Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación

MATERIAS	FECHA NORMA	BOLETÍN ECONÓMICO
<b>1 SEBC, BCE Y BANCO DE ESPAÑA</b>		
<b>a) Política monetaria</b>		
Instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	30.12.2005	Abr 2006
Prestación de servicios de gestión de reservas por el Eurosistema	7.4.2006	Jul-ago 2006
Instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	31.8.2006	Ene 2007
<b>b) Otras áreas</b>		
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
Residentes titulares de cuentas en el extranjero	28.7.2006	Oct 2006
Régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales	10.11.2006	Ene 2007
Servicio de caja ordinario para los billetes en euros	27.10.2006	Ene 2007
Desarrollo de la normativa de los sistemas de pagos y de liquidación de valores	26.1.2007	Abr 2007
<b>2 ENTIDADES DE CRÉDITO</b>		
Modificación de la normativa sobre determinación y control de los recursos propios mínimos	30.6.2006	Oct 2006
Modificaciones de las normativas reguladoras del mercado hipotecario, de recursos propios de las entidades financieras, del régimen jurídico de las empresas de inversión, y en materia de abuso de mercado	16.3.2007	Abr 2007
<b>3 OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS</b>		
<b>a) Instituciones de inversión colectiva</b>		
Instituciones de inversión colectiva de inversión libre	3.5.2006	Jul-ago 2006
Información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras	27.6.2006	Oct 2006
Folletos explicativos de las instituciones de inversión colectiva	26.10.2006	Ene 2007
Modificación del reglamento de las instituciones de inversión colectiva	16.3.2007	Abr 2007
<b>b) Otras instituciones</b>		
Fondos de pensiones de empleo: adaptación a la normativa comunitaria	16.5.2006	Jul-ago 2006
Nueva Ley de mediación de seguros y reaseguros privados	17.7.2006	Oct 2006
Reglamento comunitario relativo a las obligaciones de las empresas de inversión	10.8.2006	Oct 2006
Fondos de titulización de activos: convenios de promoción (FTPYMES)	10.1.2007	Abr 2007
<b>4 MERCADO DE VALORES</b>		
<b>a) Mercado de deuda pública</b>		
Condiciones de emisión durante el año 2006 y enero de 2007	30.12.2005	Abr 2006
	17.1.2006	Abr 2006
Financiación complementaria del Tesoro Público	14.7.2006	Oct 2006
Condiciones de emisión durante el año 2007 y enero de 2008	11.1.2007	Abr 2007
	17.1.2007	Abr 2007
Modificación de la normativa del mercado de deuda pública en anotaciones	26.1.2007	Abr 2007
<b>b) Mercados de valores privados</b>		
Sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administran sistemas de registro, compensación y liquidación de valores	16.3.2007	Abr 2007
Modificación del régimen jurídico de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, de la sociedad de bolsas y de la sociedad de gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores (IBERCLEAR)	16.3.2007	Abr 2007

MATERIAS	FECHA NORMA	BOLETÍN ECONÓMICO
<b>5 LEGISLACIÓN FINANCIERA DE LA UNIÓN EUROPEA</b>		
Programa de protección del euro contra la falsificación de moneda	30.1.2006	Abr 2006
Directiva europea relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición)	14.6.2006	Jul-ago 2006
Directiva europea sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición)	14.6.2006	Jul-ago 2006
Directiva relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas	17.5.2006	Jul-ago 2006
Directiva sobre las empresas de inversión	10.8.2006	Oct 2006
Requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado	8.3.2007	Abr 2007
<b>6 NORMAS FISCALES Y OTRAS MATERIAS</b>		
Movimientos de medios de pago y prevención del blanqueo de capitales	3.5.2006	Jul-ago 2006
Impuesto sobre la renta de no residentes: acreditación de la residencia	24.5.2006	Jul-ago 2006
Adaptación del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas	24.4.2006	Jul-ago 2006
Determinadas obligaciones de prevención del blanqueo de capitales	28.7.2006	Oct 2006
Reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas, del impuesto sobre sociedades y otros tributos	28.11.2006	Ene 2007
Medidas para la prevención del fraude fiscal	29.11.2006	Ene 2007
Presupuestos Generales del Estado para el año 2007	28.12.2006	Ene 2007
Nuevo sistema de Índices de Precios de Consumo	29.11.2006	Ene 2007
Mejora de la protección de los consumidores y usuarios	29.12.2006	Ene 2007
Nuevo Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y modificación del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones	30.3.2007	Abr 2007

## ÍNDICES

## Índice de cuadros

Cuadro 1.1	Principales indicadores de la economía española	18
Cuadro 2.1	Descomposición del crecimiento del PIB per cápita, 2001-2005. %	43
Cuadro 2.2	Operaciones financieras netas frente al resto del mundo	47
Cuadro 2.3	Impacto de perturbaciones de oferta y demanda	52
Cuadro 3.1	Principales indicadores macroeconómicos	59
Cuadro 4.1	Principales indicadores macroeconómicos del área del euro	82
Cuadro 5.1	Principales operaciones no financieras de las AAPP	105
Cuadro 5.2	Consumo y formación bruta de capital fijo por sectores institucionales	111
Cuadro 5.3	Márgenes de exportación	130
Cuadro 6.1	Operaciones financieras de la nación	143
Cuadro 6.2	Emisiones y ofertas públicas de valores negociables	144
Cuadro 6.3	Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados	145
Cuadro 6.4	Entidades de crédito. Balance y cuenta de resultados	148
Cuadro 7.1	Entidades supervisadas por el Banco de España	165
Cuadro 7.2	Visitas de inspección durante 2006	165
Cuadro 7.3	Escritos de requerimientos y recomendaciones a entidades supervisadas	166
Cuadro 7.4	Materia de los escritos dirigidos a entidades supervisadas	166

## Índice de gráficos

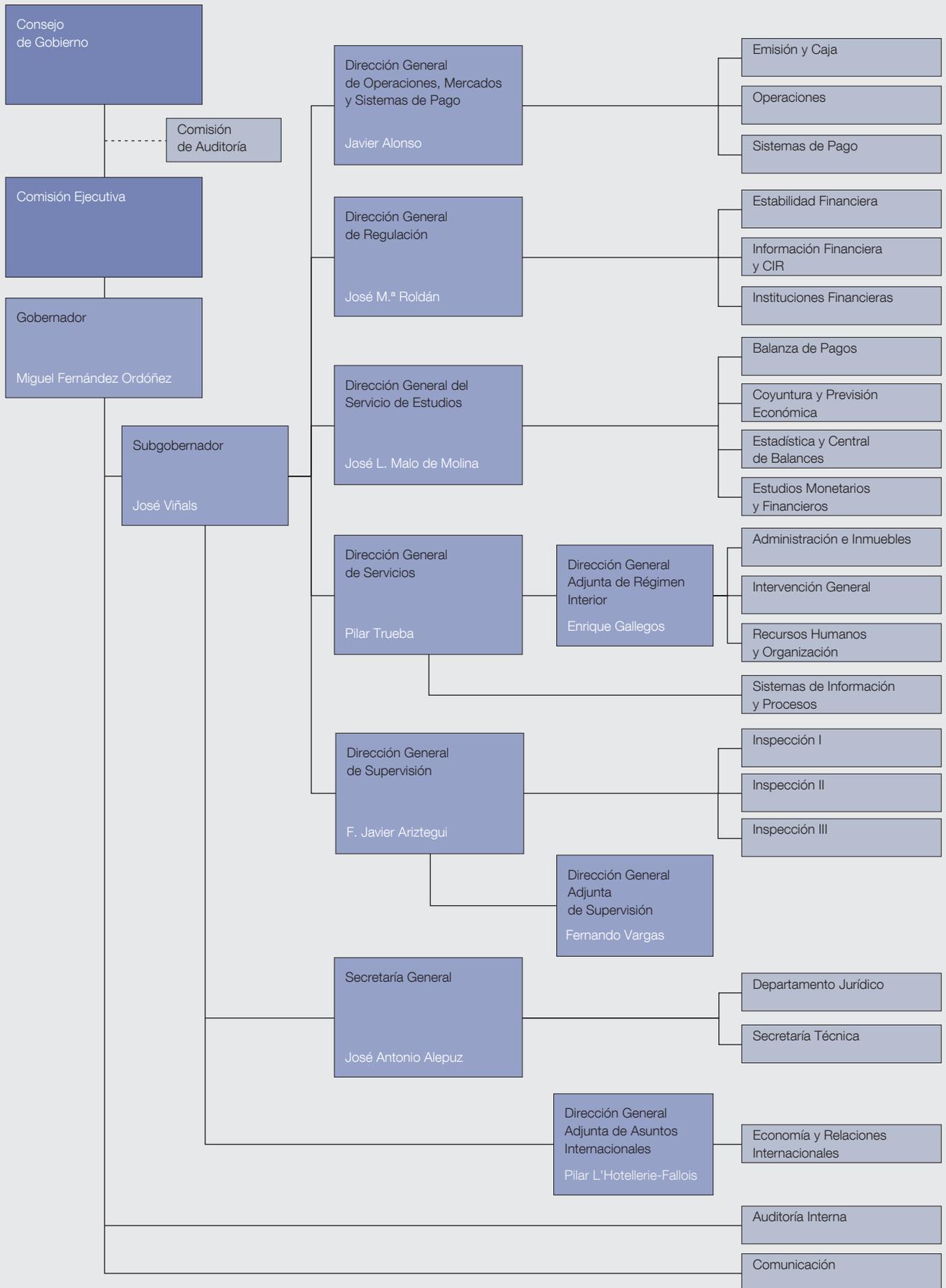
Gráfico 1.1	PIB, consumo privado, empleo y formación bruta de capital fijo	20
Gráfico 1.2	Crecimiento del empleo y de la población activa	23
Gráfico 1.3	Evolución de la inflación y de su diferencial con la UEM	24
Gráfico 1.4	Indicadores de competitividad de la economía española	30
Gráfico 2.1	Relajación de las condiciones financieras	38
Gráfico 2.2	Indicadores de posición financiera del sector privado no financiero	41
Gráfico 2.3	Diferencial de inflación frente a la UEM	51
Gráfico 3.1	Crecimiento del PIB mundial y precios de materias primas	58
Gráfico 3.2	Precios de consumo. Índice general e inflación subyacente	60
Gráfico 3.3	Políticas económicas	61
Gráfico 3.4	Tipos de cambio, cuentas corrientes y financiación exterior	64
Gráfico 3.5	Mercados financieros	66
Gráfico 3.6	Estados Unidos. Indicadores del sector real	70
Gráfico 3.7	Japón. Indicadores de producción y precios	73
Gráfico 3.8	Economías emergentes. Principales indicadores macroeconómicos	75
Gráfico 4.1	UEM: composición del crecimiento e indicadores de confianza	83
Gráfico 4.2	Evolución económica por países en 2006	84
Gráfico 4.3	UEM: índices armonizados de precios de consumo y evolución salarial	87
Gráfico 4.4	UEM: política fiscal	90
Gráfico 4.5	Tipos de interés de la zona del euro	96
Gráfico 4.6	Condiciones financieras en la zona del euro	97
Gráfico 4.7	Evolución del tipo de cambio del euro	98
Gráfico 4.8	Agregados monetarios y crediticios	99
Gráfico 5.1	Financiación de los sectores residentes no financieros	104
Gráfico 5.2	Principales agregados macroeconómicos	108
Gráfico 5.3	Consumo final de los hogares e ISFLSH	112
Gráfico 5.4	Inversión en vivienda	113
Gráfico 5.5	Inversión productiva privada	114
Gráfico 5.6	Demanda exterior y principales determinantes	116
Gráfico 5.7	Cuotas de exportación y penetración de importaciones	117
Gráfico 5.8	VAB y empleo por ramas de actividad	119
Gráfico 5.9	Empleo y paro	122
Gráfico 5.10	Determinantes de los salarios	125
Gráfico 5.11	Precios de consumo y deflatores	126
Gráfico 5.12	Precios y costes por ramas de actividad	128
Gráfico 5.13	Índices de competitividad de España	129
Gráfico 5.14	Cuenta del resto del mundo	131
Gráfico 5.15	Ahorro, inversión y capacidad o necesidad de financiación	132
Gráfico 6.1	Operaciones financieras netas	138
Gráfico 6.2	Operaciones financieras del sector privado no financiero	139
Gráfico 6.3	Operaciones financieras netas de las Administraciones Públicas	142
Gráfico 6.4	Precios negociados en los mercados financieros	146
Gráfico 6.5	Crédito, ciclo económico y tipos de interés	149
Gráfico 6.6	Inversores institucionales	150
Gráfico 6.7	Indicadores de posición patrimonial de los hogares e ISFLSH	152
Gráfico 6.8	Indicadores de posición financiera de las sociedades no financieras	153

## Índice de recuadros

Recuadro 1.1	Condiciones monetarias en España y en la UEM	26
Recuadro 1.2	Una evaluación del grado de flexibilidad macroeconómica de la economía española	28
Recuadro 2.1	Una estimación de algunos efectos económicos de los cambios demográficos	46
Recuadro 2.2	Las necesidades de financiación del sector privado desde una perspectiva intertemporal	49
Recuadro 3.1	La liberalización del comercio internacional: el regionalismo y las dificultades de la Ronda de Doha	62
Recuadro 3.2	El ajuste del mercado inmobiliario en Estados Unidos	71
Recuadro 4.1	La recuperación de la economía alemana tras una década de relativo estancamiento	85
Recuadro 4.2	Iniciativas recientes en el ámbito de la integración de sistemas de pagos, compensación y liquidación en la UE	94
Recuadro 5.1	La fortaleza del consumo privado en 2006	109
Recuadro 5.2	La recuperación de la actividad industrial en 2006	120
Recuadro 5.3	Demografía empresarial y crecimiento de la productividad	123
Recuadro 6.1	Las adquisiciones corporativas y el crecimiento de la financiación al sector de sociedades no financieras	137
Recuadro 6.2	Evolución reciente del crédito al consumo	140

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO  
DEL BANCO DE ESPAÑA

**ORGANIGRAMA GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA**



## Consejo de Gobierno

GOBERNADOR	Miguel Fernández Ordóñez
SUBGOBERNADOR	José Viñals
CONSEJEROS	Jesús Leguina Ángel Luis López Roa Guillem López José María Marín Vicente Salas Ana M <sup>a</sup> Sánchez Trujillo
DIRECTORA GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA	Soledad Núñez
VICEPRESIDENTE DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	Carlos Arenillas
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	José Luis Malo de Molina F. Javier Aríztegui José María Roldán Pilar Trueba Javier Alonso
SECRETARIO <i>(Con voz y sin voto)</i>	José Antonio Alepuz
REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	Luciano Murias

## Comisión Ejecutiva

GOBERNADOR	Miguel Fernández Ordóñez
SUBGOBERNADOR	José Viñals
CONSEJEROS	Ángel Luis López Roa Vicente Salas
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO ( <i>Con voz y sin voto</i> )	José Luis Malo de Molina F. Javier Aríztegui José María Roldán Pilar Trueba Javier Alonso
SECRETARIO ( <i>Con voz y sin voto</i> )	José Antonio Alepuz



## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### Estudios e informes

### PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)  
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)  
Informe Anual (ediciones en español e inglés)  
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.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

**Nota:** La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de las publicaciones estadísticas, Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

## ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 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.<sup>a</sup> GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.
- 0613 ÁNGEL GAVILÁN: Wage inequality, segregation by skill and the price of capital in an assignment model.
- 0614 DANIEL PÉREZ, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: Earnings and capital management in alternative loan loss provision regulatory regimes.
- 0615 MARIO IZQUIERDO Y AITOR LACUESTA: Wage inequality in Spain: recent developments.
- 0616 K. C. FUNG, ALICIA GARCÍA-HERRERO, HITOMI LIZAKA Y ALAN SIU: Hard or soft? Institutional reforms and infrastructure spending as determinants of foreign direct investment in China.
- 0617 JAVIER DÍAZ-CASSOU, ALICIA GARCÍA-HERRERO Y LUIS MOLINA: What kind of capital flows does the IMF catalyze and when?
- 0618 SERGIO PUENTE: Dynamic stability in repeated games.
- 0619 FEDERICO RAVENNA: Vector autoregressions and reduced form representations of DSGE models.
- 0620 AITOR LACUESTA: Emigration and human capital: who leaves, who comes back and what difference does it make?
- 0621 ENRIQUE ALBEROLA Y RODRIGO CÉSAR SALVADO: Banks, remittances and financial deepening in receiving countries. A model.
- 0622 SONIA RUANO Y VICENTE SALAS: Morosidad de la deuda empresarial bancaria en España, 1992-2003.
- 0623 JUAN AYUSO Y JORGE MARTÍNEZ: Assessing banking competition: an application to the Spanish market for (quality-changing) deposits.
- 0624 IGNACIO HERNANDO Y MARÍA J. NIETO: Is the Internet delivery channel changing banks' performance? The case of Spanish banks.
- 0625 JUAN F. JIMENO, ESTHER MORAL Y LORENA SAIZ: Structural breaks in labor productivity growth: the United States vs. the European Union.

- 0626 CRISTINA BARCELÓ: A Q-model of labour demand.
- 0627 JOSEP M. VILARRUBIA: Neighborhood effects in economic growth.
- 0628 NUNO MARTINS Y ERNESTO VILLANUEVA: Does limited access to mortgage debt explain why young adults live with their parents?
- 0629 LUIS J. ÁLVAREZ E IGNACIO HERNANDO: Competition and price adjustment in the euro area.
- 0630 FRANCISCO ALONSO, ROBERTO BLANCO Y GONZALO RUBIO: Option-implied preferences adjustments, density forecasts, and the equity risk premium.
- 0631 JAVIER ANDRÉS, PABLO BURRIEL Y ÁNGEL ESTRADA: Bemod: A DSGE model for the Spanish economy and the rest of the euro area.
- 0632 JAMES COSTAIN Y MARCEL JANSEN: Employment fluctuations with downward wage rigidity: The role of moral hazard.
- 0633 RUBÉN SEGURA-CAYUELA: Inefficient policies, inefficient institutions and trade.
- 0634 RICARDO GIMENO Y JUAN M. NAVE: Genetic algorithm estimation of interest rate term structure.
- 0636 AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ: Using standstills to manage sovereign debt crises.
- 0637 ANTON NAKOV: Optimal and simple monetary policy rules with zero floor on the nominal interest rate.
- 0638 JOSÉ MANUEL CAMPA Y ÁNGEL GAVILÁN: Current accounts in the euro area: An intertemporal approach.
- 0639 FRANCISCO ALONSO, SANTIAGO FORTE Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Punto de quiebra implícito en la prima de *credit default swaps*. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0701 PRAVEEN KUJAL Y JUAN RUIZ: Cost effectiveness of R&D and strategic trade policy.
- 0702 MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: Preconditions for a successful implementation of supervisors' prompt corrective action: Is there a case for a banking standard in the EU?
- 0703 PHILIP VERMEULEN, DANIEL DIAS, MAARTEN DOSSCHE, ERWAN GAUTIER, IGNACIO HERNANDO, ROBERTO SABBATINI Y HARALD STAHL: Price setting in the euro area: Some stylised facts from individual producer price data.
- 0704 ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: Have real interest rates really fallen that much in Spain?
- 0705 OLYMPIA BOVER Y JUAN F. JIMENO: House prices and employment reallocation: International evidence.
- 0706 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ M.<sup>a</sup> SERENA: Global financial integration, monetary policy and reserve accumulation. Assessing the limits in emerging economies.
- 0707 ÁNGEL LEÓN, JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Parametric properties of semi-nonparametric distributions, with applications to option valuation.
- 0708 DANIEL NAVIA Y ENRIQUE ALBEROLA: Equilibrium exchange rates in new EU members: external imbalances vs. real convergence.
- 0709 GABRIEL JIMÉNEZ Y JAVIER MENCÍA: Modelling the distribution of credit losses with observable and latent factors.
- 0710 JAVIER ANDRÉS, RAFAEL DOMÉNECH Y ANTONIO FATÁS: The stabilizing role of government size.
- 0711 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Measurement of capital stock and input services of Spanish banks.
- 0712 JESÚS SAURINA Y CARLOS TRUCHARTE: An assessment of Basel II procyclicality in mortgage portfolios.
- 0713 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: The reaction by industry insiders to M&As in the European financial industry.

## DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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).
- 0604 RAFAEL GÓMEZ Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: The importance of being mature: The effect of demographic maturation on global per-capita income.
- 0605 JUAN RUIZ Y JOSEP VILARRUBIA: Canales de reciclaje internacional de los petrodólares. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0606 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y SERGIO GAVILÁ: Posible impacto de Basilea II en los países emergentes.
- 0607 ESTHER GORDO, JAVIER JAREÑO Y ALBERTO URTASUN: Radiografía del sector de servicios en España.
- 0608 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: House prices and real interest rates in Spain.
- 0701 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Los principales rasgos y experiencias de la integración de la economía española en la UEM.
- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.

## EDICIONES VARIAS<sup>1</sup>

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 €.

JOSÉ MARÍA VIÑUELA, PEDRO NAVASCUÉS Y RAFAEL MONEO: El Edificio del Banco de España (2006). 25 €.

BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (\*\*\*\*).

## Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín Estadístico (mensual)

Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales<sup>2</sup>)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>3</sup>

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

## Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (\*), (\*\*), (\*\*\*) o (\*\*\*\*), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 3. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

<b>BANCO DE ESPAÑA</b> Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
---------------------------------------	---