

BANCO DE ESPAÑA

informe anual

2002

informe anual

2002

BANCO DE ESPAÑA

Madrid 2003

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, 2003

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 empleadas

AAPP	Administraciones Públicas	INSS	Instituto Nacional de la Seguridad Social
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
ANFAC	Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IPC	Índice de Precios de Consumo
BCE	Banco Central Europeo	IPI	Índice de Producción Industrial
BCN	Bancos Centrales Nacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
BE	Banco de España	IRYDA	Instituto Nacional de Reforma y Desarrollo Agrario
BOE	Boletín Oficial del Estado	ISFAS	Instituto Social de las Fuerzas Armadas
BPI	Banco de Pagos Internacionales	ISFLSH	Instituciones sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CBA	Central de Balances. Datos anuales	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CBE	Circular del Banco de España	LGP	Ley General Presupuestaria
CBT	Central de Balances. Datos trimestrales	LISMI	Ley de Integración Social de Minusválidos
CCAA	Comunidades Autónomas	MAPA	Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación
CCLL	Corporaciones Locales	MCT	Ministerio de Ciencia y Tecnología
CCS	Consorcio de Compensación de Seguros	ME	Ministerio de Economía
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	MEFFSA	Mercado Español de Futuros Financieros
CEM	Confederación Española de Mutualidades.	MH	Ministerio de Hacienda
CESCE	Compañía Española de Crédito a la Exportación	MTAS	Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales
CFEE	Cuentas financieras de la economía española	MUFACE	Mutualidad General de Funcionarios de la Administración Civil del Estado
CLEA	Comisión Liquidadora Entidades Aseguradoras	MUGEJU	Mutualidad General Judicial
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
CNE	Contabilidad Nacional de España	OFICEMEN	Asociación de Fabricantes de Cemento de España
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	OM	Orden Ministerial
DEG	Derechos Especiales de Giro	OOAA	Organismos Autónomos
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DGT	Dirección General de Tráfico	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PER	Plan de Empleo Rural
DOCE	Diario Oficial de las Comunidades Europeas	PGE	Presupuestos Generales del Estado
EEUU	Estados Unidos de América	PIB	Producto Interior Bruto
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	PIBpm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
ENDESA	Empresa Nacional de Electricidad, S.A.	PNB	Producto Nacional Bruto
EOC	Entidades Oficiales de Crédito	RD	Real Decreto
EONIA	Euro Overnight Index Average	REE	Red Eléctrica de España
EURIBOR	Tipo de Interés de Oferta de los Depósitos Interbancarios en Euros (Euro Interbank Offered Rate)	RENFE	Red Nacional de Ferrocarriles Españoles
EUROSTAT	Oficina de Estadística de la Comunidad Europea	RSU	Residuos Sólidos Urbanos
EPA	Encuesta de Población Activa	RTVE	Radio Televisión Española, S.A.
FAD	Fondos de Ayuda al Desarrollo	SCLV	Servicio Compensación y Liquidación de Valores
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SEC	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	SEOPAN	Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional
FOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	SEPI	Sociedad Estatal de Participaciones Industriales
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	SIM	Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	SIMCAV	Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
FMI	Fondo Monetario Internacional	SME	Sistema Monetario Europeo
FMM	Fondos del Mercado Monetario	SMI	Salario Mínimo Interprofesional
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	TAE	Tasa Anual Equivalente
FSE	Fondo Social Europeo	TCE	Tipo de Cambio Efectivo
HUNOSA	Hulleras del Norte, S.A.	TCEN	Tipo de Cambio Efectivo Nominal
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	TCER	Tipo de Cambio Efectivo Real
ICO	Instituto de Crédito Oficial	TEDR	Tipo efectivo definición restringida
IFM	Instituciones Financieras Monetarias	UE	Unión Europea
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	UEM	Unión Económica y Monetaria
IIC	Instituciones de Inversión Colectiva	UNESA	Unión Eléctrica, S.A.
IMRSO	Instituto de Migraciones y Servicios Sociales	UNESID	Unión de Empresas Siderúrgicas
INE	Instituto Nacional de Estadística	VNA	Variación Neta de Activos
INEM	Instituto Nacional de Empleo	VNP	Variación Neta de Pasivos
INIA	Instituto Nacional de Investigaciones Agrarias		

Siglas de países y monedas en las publicaciones del Banco Central Europeo:

Países		Monedas	
BE	Bélgica	} EUR	Euro
DE	Alemania		
GR	Grecia		
ES	España		
FR	Francia		
IE	Irlanda		
IT	Italia		
LU	Luxemburgo		
NL	Países Bajos		
AT	Austria		
PT	Portugal		
FI	Finlandia		
DK	Dinamarca	DKK	Corona danesa
SE	Suecia	SEK	Corona sueca
UK	Reino Unido	GBP	Libra esterlina
JP	Japón	JPY	Yen japonés
US	Estados Unidos de América	USD	Dólar estadounidense

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

Abreviaturas y signos más utilizados

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.
me	m de € / Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T_j^i	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m_j	Tasa de crecimiento básico de período j .
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

La recepción de información para la elaboración de este Informe
terminó el día 28 de mayo

Índice general

Páginas

CAPÍTULO I

RASGOS BÁSICOS

I.1. Introducción	11
I.2. La economía mundial en un marco de elevada incertidumbre	12
I.3. La resistencia de la economía española ante un entorno adverso	18
I.4. El avance en el proceso de convergencia real	24

CAPÍTULO II

EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

II.1. Una recuperación débil y vacilante	33
II.2. Las principales economías industrializadas	38
II.2.1. Estados Unidos	38
II.2.2. Japón	40
II.2.3. Otras economías desarrolladas	41
II.3. Los mercados financieros de los países industrializados	42
II.4. Las economías emergentes	44
II.4.1. América Latina	44
II.4.2. Los países en proceso de acceso a la Unión Europea	50
II.4.3. El sur y este de Asia y Rusia	52

CAPÍTULO III

EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

III.1. Las condiciones económicas en el área del euro	55
III.1.1. La actividad y el empleo	55
III.1.2. Precios y costes	60
III.2. Las políticas fiscales y estructurales en el área del euro	63
III.2.1. La política fiscal	63
III.2.2. Las políticas estructurales	65
III.3. La política monetaria común y las condiciones monetarias y financieras en el área del euro ...	69
III.3.1. Las decisiones de política monetaria	69
III.3.2. La evolución financiera en la zona del euro	72

CAPÍTULO IV

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

IV.1. Las políticas económicas	77
IV.1.1. Las condiciones monetarias y financieras	77
IV.1.2. Las políticas macroeconómicas internas	78
IV.2. La demanda	81
IV.3. La actividad productiva	90
IV.4. El mercado de trabajo	92
IV.5. Los costes y los precios	95
IV.5.1. Los costes y los precios: las ramas productivas	98
IV.6. La competitividad	100
IV.7. La actividad de las Administraciones Públicas	103
IV.8. La cuenta del resto del mundo y la cuenta de capital de la economía	106

CAPÍTULO V

LA EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA

V.1. Los flujos financieros de la economía española	112
V.1.1. Los flujos financieros de los hogares y sociedades no financieras	112
V.1.2. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas	119
V.1.3. La inversión y la financiación exterior de la economía española	120
V.2. Los mercados financieros españoles	121
V.2.1. Los mercados primarios	121
V.2.2. La actividad en los mercados secundarios	122
V.2.3. Los precios negociados en los mercados secundarios	124
V.3. Los intermediarios financieros españoles	126
V.3.1. Las entidades de depósito	126
V.3.2. Los inversores institucionales	131
V.4. La posición patrimonial del sector privado no financiero	133

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA

Ejercicio de 2002	139
-------------------------	-----

ANEJO LEGISLATIVO

1. Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2002 a marzo de 2003 ..	169
2. Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación	193

ÍNDICES

Índice de cuadros	197
Índice de gráficos	199
Índice de recuadros	201

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA

Consejo de gobierno	205
Comisión ejecutiva	206
Organigrama general	207

CAPÍTULO I

RASGOS BÁSICOS

I.1. INTRODUCCIÓN

La economía española se ha desenvuelto durante el año 2002 y principios de 2003 en un contexto internacional adverso, caracterizado por la persistencia de importantes elementos de incertidumbre que han erosionado la esperada recuperación de la economía mundial, y por una marcada debilidad de la zona euro, que ha mostrado una gran vulnerabilidad a las perturbaciones externas y una escasa capacidad para generar un dinamismo autónomo. La debilidad europea ha evidenciado un retraso relativo en la incorporación del progreso técnico, el limitado avance en las reformas estructurales necesarias y el reducido margen de maniobra para la aplicación de políticas de carácter anticíclico que se deriva de la presencia de algunos sesgos inflacionistas y del retraso en la consolidación de las finanzas públicas. La política monetaria del Eurosistema ha podido, sin embargo, mantener un tono sustentador del crecimiento, que se acentuó cuando los riesgos para la estabilidad de los precios se fueron despejando.

El comportamiento de las principales variables macroeconómicas muestra que la economía española ha soportado el entorno adverso exterior con una notable resistencia, y, aunque ha sufrido una cierta desaceleración, ha podido sortear la fase de debilidad cíclica con ritmos de crecimiento positivos, en el entorno del 2%, y con una continuidad en la generación de empleo superior al 1%. Con ello se ha podido proseguir el avance en la convergencia real incluso en la fase débil del ciclo, que era cuando se solían producir retrocesos en dicho proceso.

Estos resultados muestran, de forma patente, los beneficios que se han derivado del cambio de régimen macroeconómico que ha acompañado a la entrada en la UEM, de la adopción de políticas presupuestarias orientadas al equilibrio, del anclaje de ex-

pectativas en torno a tasas de inflación reducidas, de la moderación del crecimiento de los salarios y de las reformas estructurales aplicadas. Estos cambios han permitido que los fuertes impulsos monetarios generados por la convergencia de tipos de interés y la pertenencia a la UEM —y que se han traducido en una fuerte expansión de la financiación crediticia— hayan contribuido a que el crecimiento del gasto de las familias y los resultados ordinarios de las empresas se hayan alcanzado de manera compatible con los requisitos generales de la estabilidad macroeconómica.

Sin embargo, este balance, que contrasta con las dificultades que atraviesa un gran número de economías de la zona euro, no está exento de algunos elementos de riesgo para la continuidad de la convergencia real, una vez que los impulsos transitorios de la fase inicial de la integración monetaria vayan agotándose. Dicha continuidad requiere que al dinamismo del empleo, que ha sostenido la convergencia real en estos últimos años, se añada un aumento sustancial de la productividad. También, la prolongada expansión de la demanda interna, en conjunción con la permanencia de algunas rigideces estructurales, ha facilitado la persistencia de unos diferenciales de inflación significativos, que, a pesar de la mejora de los últimos datos, pueden representar en el futuro un riesgo para la competitividad y el crecimiento. Igualmente, el fuerte incremento de la financiación, que refleja la lógica adaptación a un escenario sostenible de tipos de interés bajos, está alimentando una sobrevaloración de los precios de la vivienda. Los altos niveles del endeudamiento pueden, si se prolongan, llegar a limitar la capacidad futura de gasto de empresas y familias.

En conjunto, la economía se encuentra en una posición que puede favorecer la reanudación de un crecimiento más dinámico, una vez que mejore el

contexto internacional. La continuidad de la convergencia real dependerá, sin embargo, cada vez más de resortes internos, por lo que cobran gran relevancia el mantenimiento de las políticas macroeconómicas adecuadas y la profundización de las reformas estructurales. Todo ello es indispensable para fomentar la generación y asimilación de las nuevas tecnologías y el aumento de la productividad que se requieren para asegurar la competitividad en un marco de concurrencia creciente como consecuencia de la globalización y, sobre todo, de la inminente ampliación de la Unión Europea. Para afrontar estos retos, la economía deberá ser capaz de adaptar su especialización productiva mediante una cierta reasignación de recursos, que solo será posible si los agentes, los mercados y las instituciones muestran la flexibilidad suficiente.

Los rasgos básicos de la evolución económica reciente, que se analizan en este *Informe anual*, se estructuran, por tanto, en torno al deterioro del clima internacional y a la debilidad europea, a la resistencia mostrada por la economía española en el pasado reciente y a los retos que habrán de abordarse para asegurar la continuación de la convergencia real.

1.2. LA ECONOMÍA MUNDIAL EN UN MARCO DE ELEVADA INCERTIDUMBRE

Durante el año 2002 la economía mundial mostró una cierta recuperación, tras el bajo ritmo de actividad económica observado en el año anterior. No obstante, el crecimiento fue débil y vacilante, frustrando las previsiones que se habían formulado, y se manifestó de modo muy desigual en las distintas áreas.

En 2001, la economía internacional había experimentado una pérdida notoria de dinamismo, como consecuencia de la crisis del sector de la informática y las telecomunicaciones, la pronunciada caída de las cotizaciones en los mercados bursátiles internacionales y el elevado precio del petróleo. Los ataques terroristas del 11 de septiembre de aquel año perturbaron considerablemente las condiciones económicas, aunque sus efectos solo se percibieron con nitidez a comienzos de 2002, cuando se hicieron patentes el deterioro de algunos sectores relevantes, como el transporte aéreo y los seguros, y, sobre todo, la disminución de la confianza de consumido-

res e inversores. De hecho, aquellos sucesos iniciaron una etapa, que todavía hoy perdura, de tensión política internacional, en la que se enmarcan el conflicto bélico de Afganistán y, más recientemente, la guerra de Irak. Esta incertidumbre geopolítica se ha dejado sentir en la evolución de las cotizaciones en los mercados financieros y del crudo petrolífero, que experimentaron una considerable volatilidad a lo largo del pasado año. Además, tuvo reflejo en los mercados de divisas, donde el dólar perdió valor frente a otras monedas. En particular, el euro se apreció a lo largo de 2002 frente al dólar un 14,1%. La tendencia alcista de la moneda europea ha continuado en los primeros meses del presente año, lo que le ha permitido compensar la depreciación acumulada entre 1999 y 2001.

Los mercados bursátiles se vieron, además, convulsionados en 2002 por diversos escándalos financieros, sobre todo en Estados Unidos. Las irregularidades descubiertas en los estados financieros públicos de grandes empresas pusieron de manifiesto la deficiencia de los procedimientos de control de la gestión de las mismas y sembraron dudas sobre la veracidad de los favorables resultados publicados por las compañías en los últimos años, que contribuyeron a la pronunciada revalorización de las cotizaciones de las acciones en la segunda mitad de la década de los noventa.

Tanto el ambiente de conflictividad política internacional como la evolución desfavorable de los mercados financieros y de materias primas petrolíferas lastraron la intensidad del proceso de recuperación en las principales áreas. Aunque, en términos generales, la evolución cíclica de las economías mantuvo una cierta sincronía, favorecida por el claro protagonismo de la economía norteamericana en el ciclo mundial y la globalización de la actividad financiera, se apreciaron diferencias significativas en función de la distinta exposición de cada región a las perturbaciones políticas y financieras señaladas, su capacidad de ajuste y las políticas aplicadas en cada caso (véase recuadro 1.1).

La economía estadounidense, a pesar de encontrarse directamente expuesta a las turbulencias políticas y financieras, logró aumentar marcadamente su ritmo de crecimiento, que alcanzó el 2,4% en 2002 (véase gráfico 1.1). A ello contribuyó la capacidad que mostró para realizar con rapidez, a lo largo de 2001, parte del ajuste exigido por el empeoramiento de las condiciones económicas. Asimismo, se

Determinantes de las diferencias en las pautas cíclicas de Estados Unidos y la UEM

En la segunda parte de los años noventa, los ciclos de la UEM y de Estados Unidos presentaron, como se observa en el primer gráfico, una evolución relativamente similar. De hecho, la correlación máxima entre la evolución cíclica en esas dos áreas alcanzó un 90% durante el período 1995-2002, con un adelanto del ciclo estadounidense respecto al de la UEM de dos trimestres. Este coeficiente es muy superior al que se obtiene si se considera el período completo que recoge el gráfico adjunto.

La mayor sincronización cíclica experimentada por estas economías en los últimos años ha estado, en gran medida, relacionada con la influencia de *shocks* globales, como la crisis de los sectores tecnológicos, el incremento del precio del petróleo y, más recientemente, las tensiones geopolíticas iniciadas tras los ataques terroristas del 11 de septiembre. El efecto de estas perturbaciones globales fue amplificado por los canales de propagación internacional de las fluctuaciones económicas. Así, la mayor diversificación geográfica de los intereses de las empresas y de las carteras de familias e intermediarios financieros ha favorecido una mayor correlación en la evolución de las decisiones de gasto de los agentes económicos. La progresiva integración comercial, financiera y empresarial de EEUU y la UEM en el mercado mundial en las últimas décadas ha inducido, por tanto, un aumento de las posibilidades de que las perturbaciones que surjan tengan un impacto simétrico en ambas áreas.

No obstante, en este contexto de mayor integración económica, la UEM ha mostrado, en el año 2002, una menor capacidad de recuperación que EEUU. Este hecho evidencia una mayor sensibilidad del área del euro a las perturbaciones globales, de lo que puede ser indicativo el peor comportamiento de las cotizaciones bursátiles en relación con el observado en EEUU. Además, en la zona del euro, la mayor inercia de los salarios y de la inflación —originada, en gran medida, por la existencia de importantes rigideces estructurales— hace más lenta la absorción de los *shocks*. En efecto, tal como se presenta en el segundo gráfico, tanto el mercado de trabajo como los mercados de productos se encuentran regulados de manera más rígida en la mayor parte de los países de la UEM que en EEUU, lo que dificulta la adaptación rápida del aparato productivo a los cambios en las condiciones de demanda y repercute en un menor ajuste de las variables nominales de la economía ante la presencia de perturbaciones. Así, mientras que, en Estados Unidos, los costes laborales unitarios, como consecuencia de la moderación salarial y el aumento de la productividad, han reaccionado con rapidez a la fase de desaceleración económica, permitiendo la recuperación de márgenes y la mejora de la rentabilidad empresarial, en el área del euro han mostrado una notable rigidez a la baja (véase el tercer gráfico), debido, fundamentalmente, a la escasa sensibilidad de los salarios a las condiciones económicas generales.

La existencia de rigideces estructurales también limita la capacidad de respuesta de las políticas de demanda. Así, la reducción de los tipos de interés en la UEM ha sido más modesta que en Estados Unidos, en parte porque se partía de un nivel inferior al comienzo de la fase de desaceleración, pero, sobre todo, por la resistencia a la baja que ha presentado la inflación, a pesar de la debilidad de la actividad económica (véase la parte inferior del gráfico). La política presupuestaria en la UEM también ha visto mermado su margen de maniobra por la incapacidad que mostró en la fase alta del ciclo para mejorar la situación de las cuentas públicas. Por el contrario, en EEUU, la holgada situación presupuestaria que se alcanzó en los últimos años de la etapa de intenso crecimiento dio margen para recurrir a una política impulsora de la recuperación de la demanda. Sin embargo, el tono fuertemente expansivo adquirido recientemente puede tener, a medio plazo, efectos inciertos sobre los equilibrios macroeconómicos.

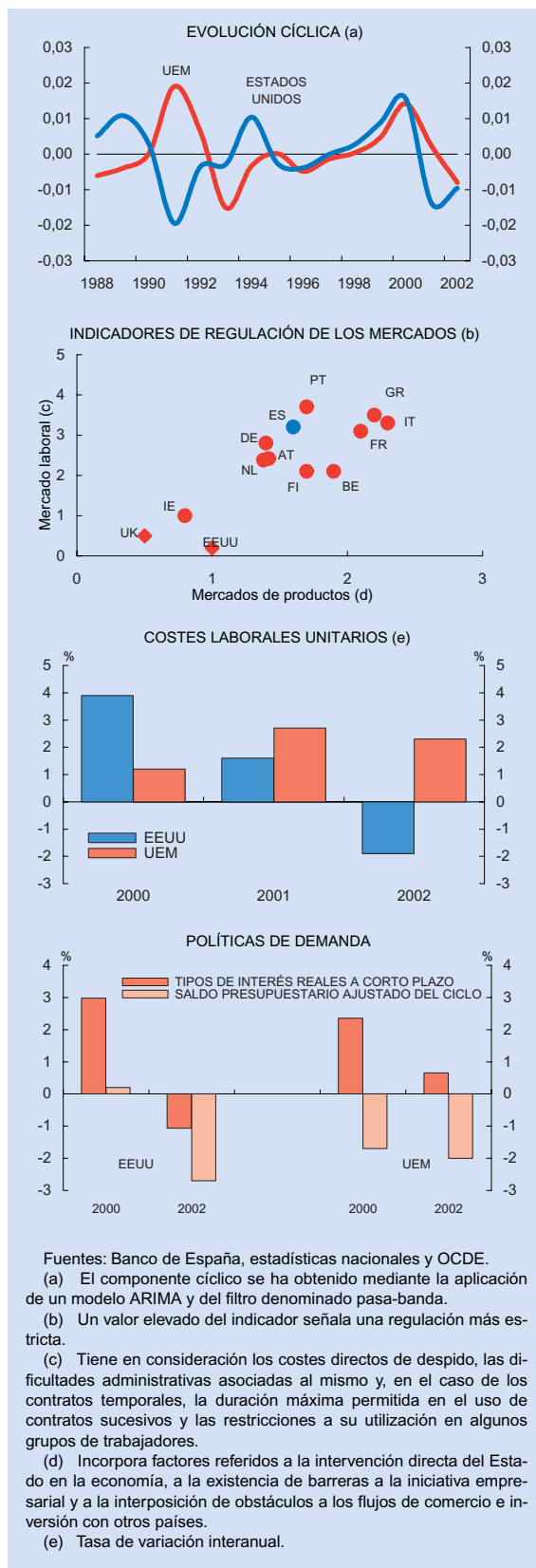
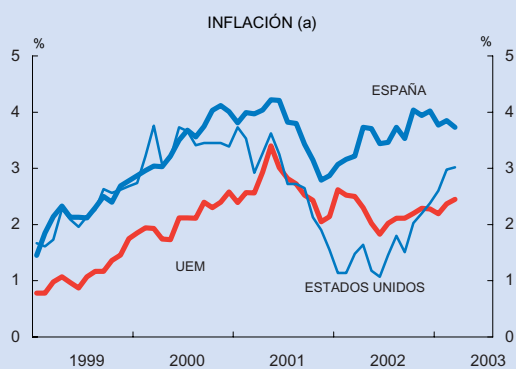
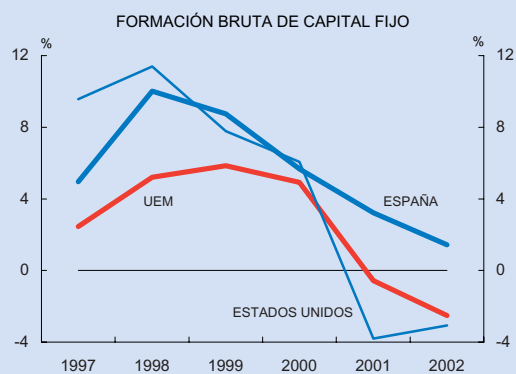
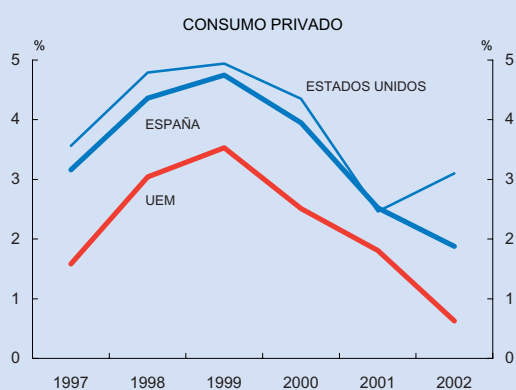
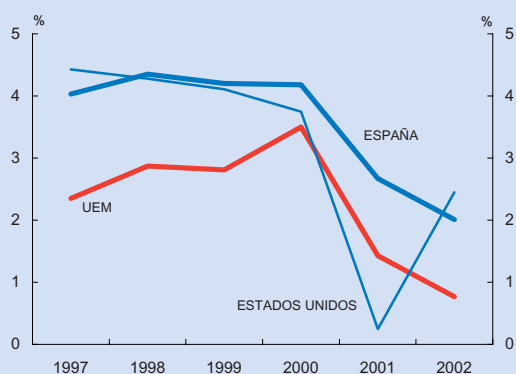


GRÁFICO I.1

PIB, consumo privado, FBCF e inflación (a)
Tasas de variación



Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.

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

mantuvieron, con notoria fortaleza, el consumo privado, apoyado en los efectos riqueza derivados de la revalorización de las viviendas —que compensaron la caída del valor de los activos financieros—, y la evolución adversa del empleo. Además, la demanda interna se vio favorecida por el tono, muy acomodaticio, de la política monetaria, que mantuvo los tipos de interés nominales y reales en los niveles más reducidos de las últimas décadas. Asimismo, la política fiscal adquirió un carácter fuertemente expansivo, tanto por el lado de los gastos como por el de los ingresos, de forma que el déficit público alcanzó el pasado año el 3,6% del PIB.

De este modo, el dinamismo del gasto corriente permitió a la economía estadounidense aumentar sensiblemente su ritmo de crecimiento en 2002, a pesar de la fuerte contracción de la inversión no residencial —de casi un 6%—. No obstante, aunque se produjo una ligera recuperación de la tasa de ahorro privado, el intenso recurso al crédito hipotecario impidió la reducción de la elevada tasa de endeudamiento de las familias. Por su parte, la evolución señalada de las finanzas públicas implicó la reaparición de un desequilibrio presupuestario de una magnitud desconocida desde 1994 y propició el aumento del déficit por cuenta corriente —que se situó próximo al 5% del PIB—.

En el caso de Japón, la economía se mantuvo muy débil, en un entorno deflacionario, a pesar de la relativa mejora de sus exportaciones. Esta evolución vino explicada por la debilidad de la demanda interna, que las políticas macroeconómicas tradicionales se mostraron incapaces de contrarrestar. En el sudeste de Asia, por el contrario, las economías mostraron una aceleración sensible del PIB, estrechamente ligada, en la mayor parte de los casos, a la expansión de las exportaciones, si bien, en el caso singular de China, la demanda interna contribuyó de modo significativo al elevado dinamismo observado.

Las economías latinoamericanas, por su parte, experimentaron en 2002 un crecimiento prácticamente nulo, debido, en gran parte, a la profunda contracción del PIB en Argentina. El resto de los principales países de la región mantuvo tasas de crecimiento positivas, entre el 1% y el 2%, a pesar de que, en Brasil, la incertidumbre política contribuyó a deteriorar considerablemente las condiciones de financiación y, en particular, las del sector público. En todo caso, en la última parte del año se comenzó a vislumbrar un mayor dinamismo en el conjunto del

área, apoyado en una cierta normalización de las posibilidades de acceso a los mercados internacionales y del coste de la financiación en los mismos, si bien algunas de las economías de la región mantienen un elevado grado de vulnerabilidad.

De entre las principales economías del mundo, la de la zona del euro ha sido la única que experimentó en 2002 un crecimiento sensiblemente inferior al del año precedente. El aumento del PIB alcanzó el 0,8%, muy por debajo del registrado en el resto de las economías industrializadas, si se excluye Japón. Este escaso crecimiento, además, se ha basado, en su mayor parte, en la contribución expansiva del sector exterior, a pesar de la apreciación experimentada por el euro. Por su parte, la demanda interna —y, singularmente, la inversión— se mantuvo muy débil, lo que nuevamente puso de manifiesto la pronunciada sensibilidad de la economía de la zona a la evolución de su entorno internacional.

De hecho, la economía del área y, en particular, sus mercados financieros se han mostrado muy vulnerables a las perturbaciones globales. Así, las cotizaciones bursátiles y el valor de los instrumentos de renta fija privada se han visto muy afectados por la crisis general de la industria de la informática y las telecomunicaciones, que en Europa estuvo agudizada por el deterioro de las perspectivas de rentabilidad de importantes proyectos empresariales en el sector. Además, los balances de las compañías de seguros, una rama con especial peso en la economía europea, resultaron afectados por algunas circunstancias específicas —como los ataques terroristas de 2001 y las inundaciones de 2002— y, sobre todo, por la pérdida de valor de los activos de renta variable que formaban parte de su patrimonio. Esto, unido a la titubeante evolución de la actividad económica de la zona, explica que las caídas de los principales índices europeos hayan sido en 2002 notablemente superiores a las de los norteamericanos, y que los diferenciales de rentabilidad de los bonos corporativos se hayan mantenido en niveles relativamente elevados. El incremento del coste del capital que comportan estos desarrollos —a pesar del reducido nivel de los tipos de interés—, el aumento de las *ratios* de endeudamiento de las empresas no financieras y el endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito en algunos países contribuyeron a intensificar la caída de la inversión, que, en el caso de los bienes de equipo, fue del orden del 5%. Por su parte, el escaso aumento de la renta disponible, el entorno de incertidumbre y la disminu-

ción de la riqueza financiera —que fue compensada, aunque en menor medida que en otras áreas, por la revalorización de los activos inmobiliarios en algunos países— explican la atonía del consumo.

Además del impacto de factores coyunturales, la evolución reciente de la economía refleja también sus carencias estructurales y, en particular, la insuficiente incorporación del progreso técnico y las ineficiencias que permanecen en el funcionamiento de sus mercados. Así, el aumento de la productividad del factor trabajo se ha mantenido, en 2002, en tasas muy reducidas, incluso si se tiene en cuenta el posible componente cíclico, y solo ha registrado indicios de recuperación a finales del año, coincidiendo con el estancamiento del empleo. Por su parte, aunque los costes laborales han mostrado un tono de moderación, la relativa insensibilidad de los salarios reales a las condiciones económicas generales ha ejercido presión sobre los márgenes empresariales y contribuido a ralentizar la creación de puestos de trabajo. Finalmente, si bien los precios de consumo han estado sometidos al efecto alcista de diversas perturbaciones de oferta y, en particular, al encarecimiento del petróleo, la resistencia a la baja de la inflación, que se mantuvo por encima del 2%, a pesar de la pérdida de impulso del gasto privado, sugiere la presencia de rigideces en los mecanismos de formación de precios que dificultan su ajuste ante cambios en la demanda agregada. Estas mismas rigideces, junto con la insuficiente competencia que caracteriza a algunos sectores y el diferente grado de dinamismo en las distintas economías, explican, en gran parte, la actual dispersión observada de las tasas nacionales de inflación y, sobre todo, la persistencia de los diferenciales. Esta evolución heterogénea de los precios, en la medida en que obedezca a deficiencias estructurales, puede llegar a incidir en la competitividad relativa de cada economía y generar reasignaciones ineficientes de recursos entre los sectores más y menos expuestos a la competencia. Además, al suponer divergencias en los tipos de interés reales, contribuye a generar discrepancias persistentes en las condiciones financieras vigentes en los Estados participantes en la Unión Monetaria.

Dada la relevancia de estas imperfecciones, resulta insatisfactorio el escaso impulso reformador que se observa en la mayor parte de las economías europeas y que se manifiesta en el lento ritmo con el que, tal y como se ha reconocido en la reciente Cumbre de la Unión Europea de primavera, se están llevando a la práctica las conclusiones de los Conse-

jos Europeos de Lisboa y Barcelona, de los años 2000 y 2002, respectivamente. En este sentido, se ha evidenciado una pérdida de vigor del proceso de reformas en el último año, si se exceptúan los pasos dados en el perfeccionamiento de la regulación de los mercados e intermediarios financieros en Europa, con el fin de profundizar en la integración de los mercados de servicios financieros. De este modo, el incremento de la innovación y la mejora de las condiciones para la incorporación de las nuevas tecnologías a los procesos productivos y el logro de mercados más flexibles continúan, en gran medida, como asignaturas pendientes, cuya superación depende, entre otras cosas, de que, en el futuro, la economía europea mejore su capacidad de respuesta ante perturbaciones como las experimentadas recientemente.

Aunque las políticas macroeconómicas han contribuido a moderar algo el alcance de la desaceleración, en el último año se ha puesto de manifiesto cómo la capacidad de estas políticas para apoyar el dinamismo económico en la zona del euro en las fases bajas del ciclo es más limitada que en otras áreas. Así, el papel estabilizador de la política fiscal se ha visto perjudicado en varios países de la UEM por la ausencia —como consecuencia de la falta de consolidación presupuestaria en las etapas de mayor crecimiento— de un margen de maniobra suficiente que hubiera permitido una actuación más eficaz de los estabilizadores automáticos, sin que ello comprometiera el cumplimiento de las normas establecidas en el Tratado de la UE y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (véase recuadro I.2). Además, las dificultades atravesadas por algunos Estados miembros para mantener sus finanzas públicas en línea con las reglas establecidas han puesto a prueba la eficacia de los mecanismos de control y de supervisión multilateral de las políticas fiscales nacionales en la UE. Aunque, tal y como se señala en la comunicación recientemente hecha pública por la Comisión Europea y el ECOFIN, resulta pertinente perfeccionar la forma en la que se evalúa el cumplimiento de las normas, ello no debe implicar debilitamiento alguno del compromiso contraído por cada Estado miembro de mantener posiciones fiscales saneadas, pues esta es una exigencia del adecuado funcionamiento de la Unión Monetaria.

Por su parte, las decisiones de política monetaria adoptadas por el Banco Central Europeo han permitido aminorar el impacto de la desaceleración sin perturbar la estabilidad de precios. Así, los tipos de

interés, que al principio del año se situaban ya en niveles reducidos, fueron rebajados adicionalmente en diciembre pasado, como consecuencia del deterioro de las condiciones económicas. Más recientemente, ante el empeoramiento de las perspectivas sobre la evolución de la actividad —como consecuencia de la incertidumbre geopolítica y el mantenimiento de la atonía inversora— y el relativo tensionamiento de las condiciones financieras, resultado de la evolución de las cotizaciones en los mercados de valores y de la apreciación del euro, el BCE ha instrumentado un nuevo ajuste del tono de la política monetaria, al rebajar su tipo de interés principal hasta el 2,5%. Sin embargo, la actuación del BCE se ha visto condicionada, a lo largo del pasado año y el presente, por la resistencia a la baja de la inflación, a pesar de la pérdida de tono de la actividad económica, que, como se ha señalado, se debió a diversas perturbaciones de oferta y a la insuficiente flexibilidad de los mecanismos de fijación de precios y salarios.

En el marco de la evaluación realizada de la estrategia de política monetaria del Eurosistema, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en mayo del presente año, confirmar su definición de la estabilidad de precios —adoptada en octubre de 1998—, como un incremento interanual del IAPC de la zona del euro inferior al 2%, que debe mantenerse a medio plazo. Al mismo tiempo, clarificó que, al objeto de cumplir su objetivo prioritario, intentará que la tasa de inflación se sitúe cerca del 2% en el medio plazo. Esta aclaración señala el compromiso del BCE de asegurar la disponibilidad de un margen de maniobra suficiente que sirva de protección contra los riesgos de deflación, y se ajusta a la posible existencia de sesgos de medición en el IAPC y a la necesidad de tener en cuenta las implicaciones de los diferenciales de inflación entre los distintos países de la zona del euro.

Las condiciones económicas vigentes en la primera parte del año en curso no permiten esperar una aceleración sustancial del PIB en las principales economías, a pesar de la rápida resolución del conflicto bélico de Irak y su impacto favorable sobre las cotizaciones en los mercados bursátiles internacionales y el precio del crudo. En particular, en Estados Unidos los altos niveles de endeudamiento de las familias y la destrucción de empleo obstaculizan el dinamismo del consumo privado. Asimismo, resulta incierto el estado del proceso de ajuste del *stock* de capital actualmente en curso y, por lo tanto, las perspectivas de recuperación de la inversión, cuya finan-

La importancia de la disciplina fiscal para la estabilización cíclica

La experiencia acumulada por los países de la OCDE en la últimas décadas muestra que la persistencia de desequilibrios fiscales reduce la posibilidad de la actuación estabilizadora de la política fiscal, e incluso obliga a aplicar políticas fiscales restrictivas en las fases bajas del ciclo, con el fin de evitar un excesivo desbordamiento de los déficit públicos. La reciente etapa de desaceleración económica internacional ha vuelto a poner de manifiesto la importancia del mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas, con el fin de recuperar el papel de la política fiscal como mecanismo de estabilización macroeconómica.

El comportamiento de la política fiscal en España en las últimas décadas ilustra los beneficios que pueden obtenerse de las políticas de estabilidad presupuestaria (véase la parte superior del gráfico adjunto). La comparación de la posición cíclica de la economía, medida por la brecha de producción, y la orientación de la política fiscal, aproximada por la variación del déficit primario estructural, permite comprobar que la política fiscal en España mantuvo en el período 1980-1997 un sesgo claramente procíclico (1), de manera que la expansión económica del período 1988-1991 se acompañó de una política fiscal de corte expansivo, que obligó a concentrar el ajuste fiscal durante la fase de menor crecimiento económico (período 1993-1997). El comportamiento de la política fiscal en España durante la última fase alcista del ciclo (período 1998-2001), en la que ha mantenido, en promedio, un tono ligeramente restrictivo, contrasta, por tanto, con lo ocurrido en expansiones económicas anteriores. De esta forma, la posición fiscal a comienzos de 2002 cercana al equilibrio presupuestario ha permitido a las autoridades dejar a los estabilizadores automáticos actuar, contribuyendo, de esta forma, a la estabilización económica, sin poner en riesgo la estabilidad presupuestaria.

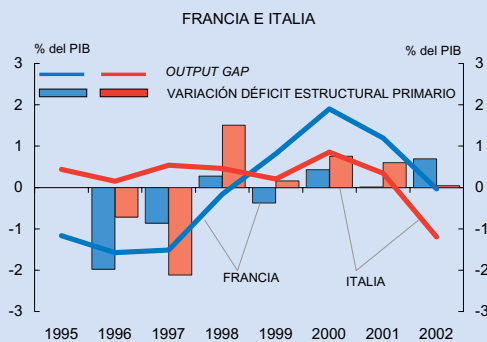
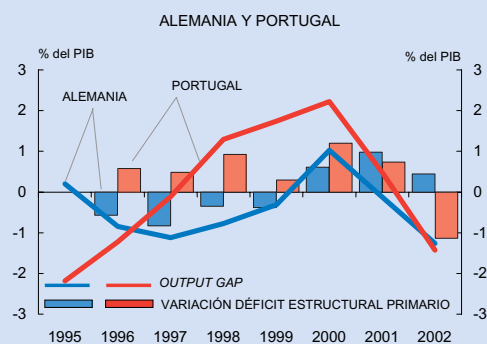
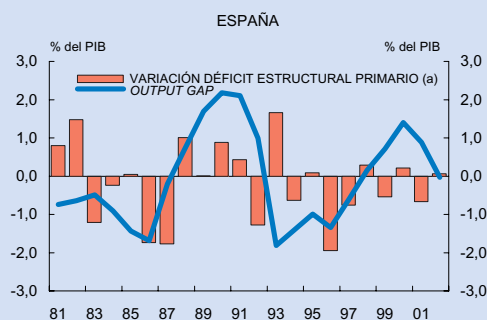
Las conclusiones que pueden deducirse del análisis del comportamiento fiscal en los últimos años de los cuatro países de la Unión Europea (Alemania, Francia, Italia y Portugal) que en la actualidad presentan déficit públicos elevados apuntan en la misma dirección. Como se puede comprobar en las partes intermedia e inferior del gráfico adjunto, estos desequilibrios fiscales proceden, sobre todo, de un cierto abandono de las políticas de ajuste fiscal en estos países durante la última fase expansiva. La orientación de la política fiscal entre 1998 y 2001 puede incluso caracterizarse, en promedio, como procíclica, de forma que el saldo ajustado de ciclo superó el 2% del PIB en estos cuatro países a finales de 2001. La actual fase de desaceleración económica ha empeorado, como cabía esperar, la posición fiscal de estos países, lo que ha reducido drásticamente el margen para desempeñar su función estabilizadora. En el caso de Portugal, los elevados déficit públicos alcanzados han obligado, incluso, a la aplicación de políticas fiscales restrictivas en plena desaceleración económica.

Estos hechos vienen a subrayar la importancia del cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento —que obliga a mantener en el medio plazo una situación presupuestaria próxima al equilibrio—. La observancia de esta cláusula evitaría la instrumentación de políticas fiscales procíclicas y permitiría el funcionamiento de los estabilizadores automáticos de forma simétrica a lo largo del ciclo, en línea con las recomendaciones del último Consejo Europeo de primavera (2).

(1) La política fiscal en un determinado año se caracteriza como procíclica cuando el cambio, en porcentaje del PIB, en el déficit estructural primario y el *output gap* tienen el mismo signo.

(2) Véanse las conclusiones de la Presidencia del Consejo Europeo de 20 y 21 de marzo de 2003.

Orientación fiscal y ciclo económico



Fuentes: Ministerios de Economía y de Hacienda, Comisión Europea y Banco de España.

(a) Corregida de efectos transitorios en 1997, 2000 y 2001.

ciación no se ve favorecida por el creciente desequilibrio exterior y fiscal. Además, la crisis sanitaria provocada por el Síndrome Respiratorio Agudo Severo (SRAS) puede perjudicar de modo transitorio el crecimiento de algunas de las economías más dinámicas del mundo.

En la economía europea, a pesar de las favorables condiciones monetarias, la demanda interna está manteniendo un tono relativamente débil en la primera mitad del año, sobre todo como consecuencia de la continuidad prevista de la atonía de la inversión, en parte ligada al proceso de reestructuración de los balances de las empresas en algunos países. El aumento del consumo privado, por su parte, estará muy condicionado por la trayectoria del empleo, cuya evolución ha resultado desfavorable en los últimos trimestres. Finalmente, la intensa apreciación del euro observada recientemente propicia el descenso de la contribución del sector exterior al crecimiento del PIB. Cabe todavía esperar, no obstante, que la ausencia de desequilibrios macroeconómicos y financieros importantes en el conjunto de la zona del euro facilite la recuperación en un plazo relativamente breve de tasas de crecimiento más cercanas a la media de los últimos años.

Debe mencionarse, por último, en esta sección, el enorme reto que representa para la Unión Europea su ampliación a 25 Estados miembros a partir del año próximo. Ello supone, a corto plazo, la necesidad de adaptar los procedimientos de decisión comunitarios, en línea con lo establecido en el Tratado de Niza. En lo que respecta al Banco Central Europeo, el reciente Consejo Europeo de Bruselas ha aprobado una reforma de los sistemas de votación de su Consejo de Gobierno, propuesta por el propio BCE, que permitirá mantener su funcionalidad, una vez se incorporen nuevos países a la moneda única (1). Pero, más allá de los cambios institucionales, la ampliación de la UE representará, a más largo plazo, un cambio cualitativo importante, que afectará tanto al peso global de Europa en el contexto económico internacional como a las pautas de crecimiento y especialización productiva de los distintos Estados europeos.

(1) Para más detalles, puede consultarse el *Diario Oficial de la Unión Europea*, de 1 de abril de 2003, donde se recoge la Decisión del Consejo 2003/223/CE, sobre la modificación del apartado 2 del artículo 10 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, y el artículo el *Boletín Mensual* del BCE, de mayo de 2003, titulado «La modificación del derecho de voto en el Consejo de Gobierno».

I.3. LA RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ANTE UN ENTORNO ADVERSO

En este contexto internacional cargado de incertidumbres, la economía española alcanzó unos resultados favorables durante el pasado año, tanto en términos de crecimiento real y capacidad de creación de empleo como de mantenimiento de los equilibrios macroeconómicos básicos, a pesar del rebrote en el ritmo de aumento de los precios y del diferencial de inflación positivo que mantuvo con los países de la zona euro. La tasa de variación del PIB real en 2002 fue del 2%, inferior en siete décimas porcentuales a la del ejercicio precedente, pero en torno a un punto porcentual por encima de la alcanzada en el promedio de la zona del euro. El PIB *per capita* español alcanza ya al 84,5% del conjunto de la UE, lo que, si bien supone un avance de unos seis puntos con respecto a 1994 —último año en el que se produjo un retroceso en la convergencia—, da también una idea del camino que aún queda por recorrer.

Como muestra el cuadro I.1, que resume los valores alcanzados por las principales variables macroeconómicas en 2002, el crecimiento del PIB real tuvo su origen, exclusivamente, en el aumento de la demanda nacional (2,3%, solo medio punto porcentual menos que en el año precedente), ya que la aportación neta de la demanda externa fue negativa y restó tres décimas porcentuales al incremento del producto (dos más que en 2001). Destacó, un año más, la fortaleza del gasto de las familias en consumo y en vivienda, aunque, en ambos casos, su ritmo de variación tendió a moderarse a lo largo del ejercicio. La inversión en equipo de las empresas mantuvo, a su vez, un tono deprimido —que podría haber empezado a remitir en los meses finales del año—, y solo su inversión productiva privada en construcción dio pruebas de un notable dinamismo. El impacto del gasto de las Administraciones Públicas sobre la actividad económica fue también de signo positivo, debido al funcionamiento de los estabilizadores automáticos, a pesar de lo cual, el año se cerró con un déficit insignificante, equivalente a apenas una décima del PIB nominal. Por su parte, los flujos comerciales con el exterior no dieron muestras de recuperación hasta bien avanzado 2002, tras la fuerte atonía mostrada en la primera mitad del año. A medida que se fue haciendo patente el avance de las exportaciones —inferior, en todo caso, al de las importaciones—, fue mejorando la actividad industrial; sin embargo, los desfavorables resultados del

Principales indicadores de la economía española

	1998	1999	2000	2001	2002
INDICADORES DE CONVERGENCIA REAL (España/UE) (a):					
PIB <i>per capita</i> (b)	82,2	83,2	83,5	84,0	84,5
<i>Productividad aparente del trabajo</i>	94,6	94,2	93,5	93,4	93,5
<i>Tasa de ocupación</i>	84,5	85,7	86,5	87,0	87,6
<i>Población 16-64/población total</i>	103,0	103,1	103,2	103,3	103,2
DEMANDA Y PRODUCTO A PRECIOS CONSTANTES (c):					
Consumo privado	4,4	4,7	3,9	2,5	1,9
Consumo público	3,7	4,2	5,0	3,1	3,8
Formación bruta de capital	10,7	8,9	5,2	3,0	2,0
<i>Capital fijo en equipo</i>	14,5	7,6	4,7	-1,2	-4,1
<i>Capital fijo en construcción</i>	7,8	9,0	6,2	5,8	4,5
Exportación de bienes y servicios	8,2	7,7	10,1	3,4	1,4
Importación de bienes y servicios	13,2	12,7	10,6	3,5	2,2
Producto interior bruto	4,3	4,2	4,2	2,7	2,0
EMPLERO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (c):					
Empleo total	4,1	3,6	3,4	2,4	1,3
Remuneración por asalariado	2,7	2,7	3,7	4,1	4,0
Costes laborales unitarios	2,5	2,1	3,0	3,8	3,2
Deflactor del PIB	2,4	2,7	3,5	4,2	4,4
Índice de precios de consumo (DIC-DIC)	1,4	2,9	4,0	2,7	4,0
Índice de precios de consumo (media anual)	1,8	2,3	3,4	3,6	3,5
Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC) (d)	0,6	1,1	1,2	1,0	1,4
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (e):					
Ahorro de los sectores residentes (f)	23,5	23,6	23,2	23,6	24,5
<i>Administraciones Públicas</i> (f)	0,3	2,3	2,4	3,1	3,3
Inversión de los sectores residentes	23,3	24,6	25,7	25,8	26,1
<i>Administraciones Públicas</i>	3,3	3,5	3,1	3,3	3,4
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	0,2	-1,0	-2,4	-2,1	-1,6
<i>Administraciones Públicas</i>	-3,0	-1,2	-0,8	-0,1	-0,1
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	64,6	63,1	60,5	56,9	54,0
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (g):					
Tipo de intervención semanal del BCE	—	2,7	4,0	4,3	3,2
Tipo de la deuda pública a diez años	4,8	4,7	5,5	5,1	5,0
Tipo sintético del crédito bancario	5,9	4,9	5,9	5,8	4,9
Índice General de la Bolsa de Madrid (base DIC 1985 = 100)	817,7	894,4	994,8	853,4	723,6
Tipo de cambio dólar/euro (h)	1,1	1,1	0,9	0,9	0,9
Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (i)	100,4	98,8	95,8	96,3	97,1
Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (j)	99,6	99,1	97,6	99,1	101,3
Tipo de cambio efectivo nominal con UEM (i)	100,1	100,0	100,0	100,0	100,0
Tipo de cambio efectivo real con UEM (j)	99,2	100,4	102,1	103,0	103,9
Medios de pago	10,4	14,4	8,5	3,9	10,4
Activos líquidos (k)	1,7	2,4	8,8	8,6	8,7
Financiación total de las familias	16,5	19,1	17,5	14,1	14,1
Financiación total de las empresas no financieras	11,6	18,3	20,9	19,0	16,0

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

(a) UE=100.

(b) Calculado a partir de las series a precios constantes de 2002 y en PPC de UE-15.

(c) Tasas de variación.

(d) Diferenciales calculados con las series de Eurostat con información hasta diciembre de 2001, antes de la introducción de los cambios metodológicos.

(e) Niveles en porcentajes del PIB. Las cifras de ahorro e inversión para 2002 son estimaciones del Banco de España.

(f) Incluye transferencias netas de capital recibidas.

(g) Niveles medios anuales para los tipos de interés y los tipos de cambio, y tasas de variación para los activos y pasivos financieros.

(h) Con anterioridad a 1999, tipo de cambio dólar/ecu.

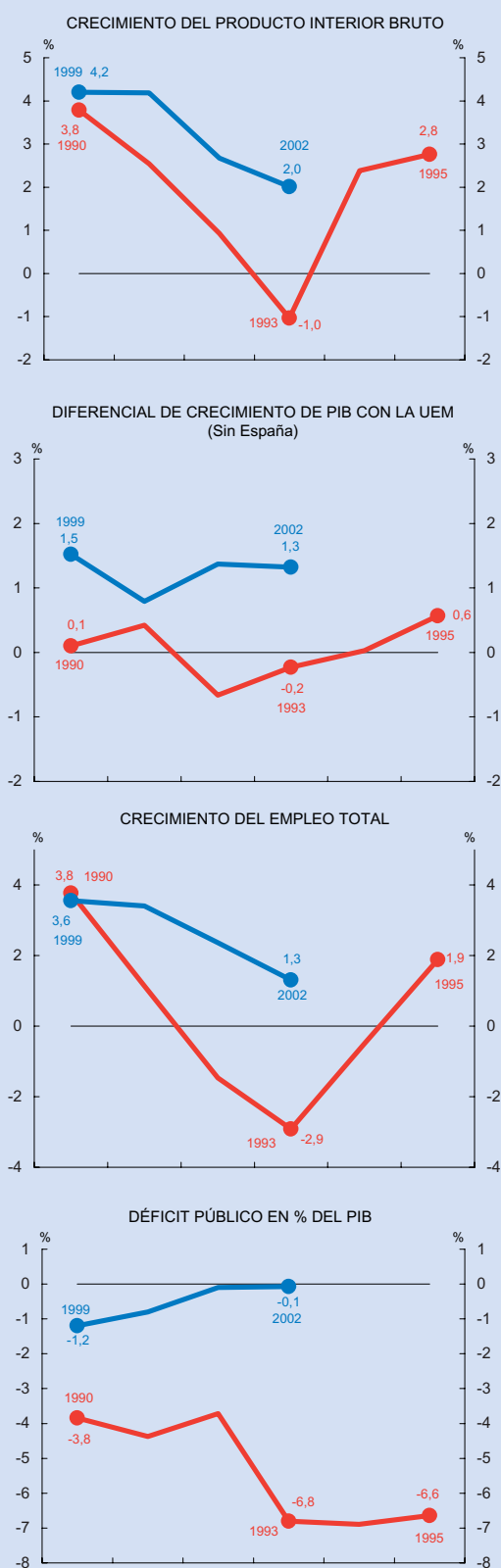
(i) Base 1999 I=100.

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

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

GRÁFICO I.2

Evolución cíclica de la economía: comparación con el ciclo anterior



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

sector turístico afectaron negativamente a algunas ramas de servicios.

La moderada desaceleración del PIB real se trasladó a la evolución del empleo, cuya tasa de variación interanual, en términos de la serie de puestos de trabajo equivalentes de la CNTR, fue del 1,3% en el promedio del año (algo más de un punto por debajo del dato de 2001), con lo que la productividad del trabajo se recuperó ligeramente. En cuanto al comportamiento de los precios, el deflactor del PIB acentuó su ritmo de crecimiento en el año, hasta alcanzar el 4,4%, a lo que contribuyó la evolución de los precios de consumo, que terminaron 2002 con una tasa de expansión del 4% en diciembre y un diferencial, por tanto, de 1,7 puntos porcentuales (1,4 en el promedio del año) con respecto a la zona euro.

Los datos disponibles para los primeros meses de 2003 mantienen, en términos generales, las tendencias que se apuntaban al final del pasado año. La economía ha estabilizado su ritmo de crecimiento en tasas que fluctúan en torno al 2%, a la espera de que se concrete la recuperación de la economía mundial. Los factores más dinámicos han seguido siendo, por tanto, de origen interno y se han visto estimulados por el descenso de los tipos de interés que tuvo lugar el pasado mes de marzo y por la entrada en vigor de la nueva reforma en la imposición sobre la renta. Los dos rasgos más positivos de este período han sido la continuidad del proceso de creación de empleo —que incluso se ha acentuado— y la desaceleración que han experimentado los precios de consumo, de forma que, en el pasado mes de abril, la tasa de variación interanual del IAPC se situó en el 3%, con lo que el diferencial con la zona euro se ha reducido a un punto porcentual.

Estos resultados confirman la ruptura, que ya se anticipaba en el *Informe anual* del pasado año, de la economía española con el que era su patrón tradicional de comportamiento cíclico, caracterizado por la acumulación de importantes desequilibrios en las fases de expansión, que luego se corregían mediante ajustes drásticos en el ritmo de crecimiento y aumentos en la tasa de desempleo (véase gráfico I.2). Las razones de este cambio de patrón radican, principalmente, en la aplicación de unas políticas macroeconómicas firmemente comprometidas con la estabilidad y de otras de corte microeconómico que han dotado a la economía de mayores dosis de flexibilidad, así como en la asunción por parte de los

agentes privados de unas pautas de comportamiento más acordes con estos postulados. En particular, la consolidación de unas finanzas públicas saneadas en los años de fuerte expansión ha permitido que la actuación de los estabilizadores automáticos, a medida que se desaceleraba el ritmo de actividad, no comprometiera el equilibrio presupuestario. Del mismo modo, las reformas llevadas a cabo en el funcionamiento del mercado de trabajo y la desaceleración de los salarios han desempeñado un papel activo, estimulando la creación de empleo. Además, el entorno de mayor estabilidad ha impulsado a los agentes a hacer uso de su capacidad de obtener financiación, para suavizar el efecto de la evolución de sus rentas sobre sus decisiones de gasto.

La mayor resistencia de la economía española frente a los fenómenos adversos, que se deriva de todas las transformaciones experimentadas, también se ha puesto de manifiesto durante el período bajo revisión por su capacidad para absorber el impacto de las crisis sufridas por algunas economías latinoamericanas, hacia las que se habían dirigido en los últimos años importantes flujos de inversión directa. Aunque los costes soportados por los principales inversores en el área han sido cuantiosos, su posición financiera ha continuado siendo saneada; los efectos globales sobre el ritmo de crecimiento español han sido también poco significativos y, en cualquier caso, compensados por el dinamismo económico interno.

El crecimiento de la economía española se ha ido asentando, por tanto, sobre unas bases cada vez más favorables, que han permitido aprovechar el impulso expansivo que supuso la participación en la UEM sin poner en peligro sus equilibrios fundamentales. La consolidación de esas bases será determinante para proseguir el proceso de convergencia real con los países de la UE. Esto podría exigir algunos cambios en el comportamiento de los agentes relacionados con la composición del gasto privado entre consumo e inversión, y con el recurso a la financiación ajena. También será necesario proseguir las reformas que favorezcan la competitividad de la economía y que ayuden a corregir los desequilibrios que han empezado a detectarse en forma de crecimientos relativamente elevados de los precios en algunos sectores. Aunque estos últimos obedecen, en parte, a la persistencia de unas condiciones monetarias y financieras holgadas que han estimulado las decisiones de gasto de las familias, reflejan también la presencia de ciertas rigideces en el funcionamiento de algunos mercados.

En 2002 la continuidad del proceso de convergencia real de la economía española descansó, como ya se ha comentado, en la relativa firmeza mostrada por el gasto de las familias. En términos reales, el consumo privado y la inversión residencial crecieron, respectivamente, a tasas del 1,9% y del 1,5% que, si bien suponen una moderación con respecto a los aumentos de años anteriores, explican, conjuntamente, 1,2 puntos del avance del PIB el pasado año. El deterioro de la riqueza financiera del sector, que se redujo aproximadamente un 11% como consecuencia, sobre todo, de la contracción de los precios de los activos de renta variable, y el contexto de elevada incertidumbre en el que se desarrolló la economía afectaron negativamente a las decisiones de gasto de las familias. Por el contrario, el comportamiento de la renta disponible de los hogares españoles, que volvió a aumentar por encima del PIB, y el mantenimiento de unas condiciones de financiación holgadas contribuyeron positivamente a sustentar la expansión de estas variables.

El incremento de la renta disponible de los hogares se cimentó, en primer lugar, en el dinamismo del empleo, que, pese a la desaceleración de la actividad, continuó registrando, como ya se ha señalado, tasas de expansión positivas, en marcado contraste con experiencias anteriores. Además, los salarios nominales se aceleraron en 2002, si bien el rebrote de los precios provocó una ligera disminución de los mismos en términos reales. Junto al papel desempeñado por la remuneración de los asalariados, hay que destacar también la contribución positiva de las Administraciones Públicas al avance de las rentas de las familias en 2002, a través tanto de la mayor aportación de las prestaciones sociales como de una menor detracción de recursos vía imposición directa.

La financiación recibida por el conjunto de los hogares españoles creció un 14% en términos nominales, tasa apenas distinta de la registrada un año antes. Este elevado ritmo de avance refleja el carácter expansivo de las condiciones de financiación en las que se han podido desenvolver las familias y pone de manifiesto la importancia que este factor ha tenido en el sostenimiento de sus decisiones de gasto. La expansión de los préstamos se vio propiciada, fundamentalmente, por la evolución de sus tipos de interés, que, a partir del verano, retomaron la senda descendente que caracterizó su trayectoria a lo largo del año anterior; debido a las expectativas de una relajación del tono de la política monetaria —que terminarían siendo confirmadas en diciem-

bre—, en un contexto de elevada competencia entre las entidades. Pero el incremento del crédito se vio sostenido también, por el lado de la demanda, por el comportamiento del empleo y por los aumentos registrados en el precio de la vivienda.

Los precios de la vivienda se incrementaron un 13% en 2002, en términos reales. En España, como en otros países, la vivienda en propiedad es un componente fundamental de la riqueza de las familias, de manera que su revalorización ha estimulado las decisiones de gasto del sector. Debe tenerse en cuenta que dicha revalorización amplía las posibilidades de acceso de los hogares a la financiación y contribuye, por tanto, a sostener su gasto de consumo. Sin embargo, según los datos disponibles, no parece que el crédito hipotecario se haya destinado a expandir el consumo, como ha ocurrido en otros países, sino primordialmente a la inversión residencial. De este forma, el efecto de la revalorización de la vivienda sobre el consumo se ha canalizado a través de una reducción de la propensión a ahorrar, contrarrestando parcialmente los impulsos de signo contrario procedentes del elevado grado de incertidumbre y del deterioro de la riqueza financiera. Así, el resultado neto ha sido un aumento muy moderado de la tasa de ahorro de las familias en 2002.

Con el aumento de la financiación recibida, las *ratios* de deuda de los hogares españoles, aunque continuaron situándose por debajo de las correspondientes a países como Estados Unidos, el Reino Unido o Alemania, alcanzaron ya en 2002 los niveles medios de la UEM. La posición financiera del sector continúa siendo sólida y la evolución de los tipos de interés ha permitido que la carga financiera asociada haya crecido en menor proporción que sus pasivos, pero los niveles de endeudamiento actuales suponen una mayor sensibilidad de las decisiones de gasto a la evolución de las rentas salariales, a los tipos de interés que determinan el coste de la financiación recibida y a los precios, tanto de los activos financieros como, sobre todo, de la vivienda. La conservación del equilibrio patrimonial y de la capacidad de gasto requiere que el ritmo de captación de recursos tienda a moverse más en línea con el avance de las rentas de las familias.

Desde este punto de vista, adquiere relevancia el comportamiento de los precios de la vivienda. Su evolución reciente puede explicarse, en gran medida, en función de las variables que subyacen al comportamiento de la oferta y la demanda de este activo y

del patrón habitual de ajuste de los precios en este mercado. No obstante, los niveles actuales evidencian una cierta sobrevaloración —comparable a la observada en episodios anteriores similares—, por lo que no cabe esperar que la tendencia alcista de los últimos años se mantenga por mucho tiempo, sino que es más probable que tenga lugar una reconducción progresiva hacia tasas más moderadas. Una evolución ordenada de este proceso revestiría gran importancia para la estabilidad financiera de las familias y de sus patrones de gasto.

En consecuencia, la capacidad de los hogares españoles para continuar contribuyendo al crecimiento de la economía española en los próximos ejercicios dependerá, fundamentalmente, de la continuidad del proceso de crecimiento del empleo, y deberá descansar menos en los factores que han estado impulsando el aumento de su endeudamiento. La creación de empleo, aunque mantuvo un vigor todavía significativo, terminó resultando insuficiente para absorber el aumento de la población activa en 2002. Este vigor no fue ajeno al comportamiento moderado de los salarios reales, que en 2002 fue la consecuencia de una evolución de los precios más negativa de lo esperado. Debe tenerse en cuenta que las desviaciones de la tasa de inflación con respecto a sus valores previstos pueden poner en peligro la continuidad del proceso de moderación salarial.

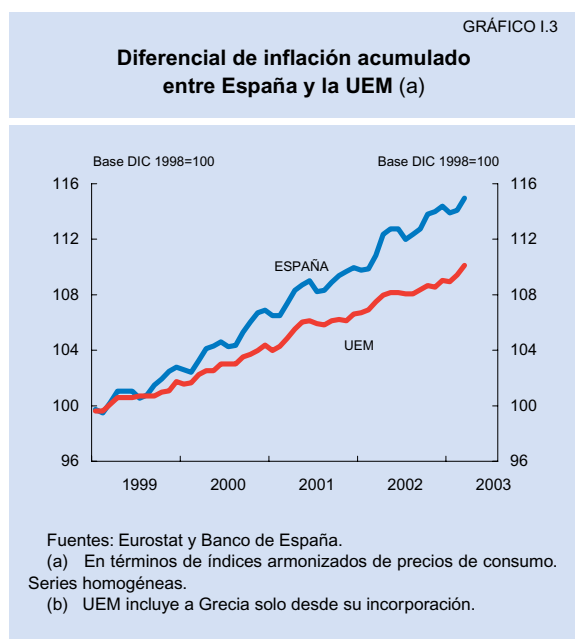
Paralelamente, para que el proceso de convergencia real de la economía española se afiance en unas bases sólidas es preciso, además de que el crecimiento del empleo sea su principal sostén, que la inversión productiva salga de la fase contractiva en la que ha estado sumida, lo que depende tanto de la situación económica y financiera de las empresas como de la rentabilidad potencial y del riesgo asociados a los proyectos de expansión de la capacidad instalada. Es cierto que el cambio en el patrón cíclico de la economía se ha dejado sentir también en las pautas de comportamiento de las empresas españolas, que no se han visto tan negativamente afectadas por la actual desaceleración de la actividad como en ciclos anteriores. El número de quiebras y suspensiones de pagos se incrementó, como cabría esperar, en 2002, pero afectó solo a un 0,21% de los pasivos totales del sector (un 0,31%, en términos de PIB). Asimismo, la rentabilidad ordinaria media de los recursos propios de las compañías se mantuvo, de acuerdo con la información de la Central de Balances, en el entorno del 12%, si bien en la industria fue algo menor que en los servicios o en el sector ener-

gético. No obstante, el año se cerró con un notable descenso de los beneficios empresariales —por segundo año consecutivo—, debido a las fuertes provisiones realizadas por las minusvalías registradas y las pérdidas sufridas en algunos países de América Latina, así como en el sector de las telecomunicaciones. En cualquier caso, los niveles de rentabilidad se encuentran muy por encima de los costes de la financiación, por lo que las condiciones han seguido siendo propicias, desde este punto de vista, a la adopción de decisiones de inversión. Por otra parte, la inversión directa del sector en el exterior, cuya expansión en 1999 y 2000 pudo afectar a la inversión interior, registró tasas de crecimiento moderadas, de manera que tampoco parece que este factor haya contribuido a explicar el escaso dinamismo inversor de las empresas españolas el pasado año.

La financiación total recibida por las sociedades no financieras continuó creciendo a tasas relativamente elevadas (14%), que se tradujeron en un incremento moderado de sus *ratios* de endeudamiento. Las condiciones holgadas en las que se obtuvieron los nuevos fondos explican que la carga asociada se mantuviera, sin embargo, estable en 2002, en relación con los niveles observados en 2001. De este modo, si bien los mayores volúmenes de deuda implican una sensibilidad más acusada de sus decisiones de gasto a la evolución futura de los costes de refinanciación de esos préstamos, no se detectaron síntomas de debilidad en la posición financiera del sector.

En estas condiciones, el retroceso experimentado por la inversión productiva privada en bienes de equipo en 2002 se explica, en gran medida, por la incertidumbre en la que se ha desenvuelto la actividad económica mundial. Las dudas sobre el verdadero alcance de la fase de desaceleración cíclica han hecho que muchas empresas, dentro y fuera de nuestro país, aplacen sus planes de inversión —aun aquellos con una rentabilidad esperada claramente positiva— hasta que los niveles de riesgos retornen a cotas más moderadas. Solo las actividades relacionadas con el sector de la construcción y las obras en infraestructuras, con una dinámica propia que responde más a condicionantes de carácter interno, han seguido experimentando una notable expansión.

Los instrumentos que ofrecen las políticas económicas nacionales tienen una capacidad limitada para incidir sobre estos factores de índole externa



que condicionan las expectativas empresariales y sus decisiones de inversión. Sin embargo, tienen un papel mucho más influyente a la hora de promover un entorno de eficiencia y competencia que garantice la competitividad de los productos españoles, tanto en el mercado interno como en el exterior, de manera que, cuando la incertidumbre se vaya despejando y, con ello, aumente el dinamismo de los mercados, las empresas españolas estén en disposición de retomar la senda inversora más dinámica que necesita la economía.

La evolución de las exportaciones españolas en 2002 se acomodó al comportamiento de los mercados exteriores, sin que se registraran cambios relevantes en las cuotas de participación en las distintas áreas, lo que está siendo la tónica habitual desde la entrada en la UEM. De hecho, en el pasado año se produjo un aumento modesto en la cuota —similar al de 2001—, debido a los resultados obtenidos en algunos mercados extracomunitarios —en especial, en los países de la OPEP y del centro y este de Europa—, donde, en su conjunto, se alcanzaron tasas de crecimiento real del orden del 5%. El aumento real de las exportaciones a la UE fue, sin embargo, prácticamente nulo. En general, los productos españoles mantuvieron su competitividad en los mercados exteriores, aunque los efectos de la apreciación del euro se dejaron sentir en la segunda mitad del año, según muestran algunos de los indicadores habituales.

Es preciso que, a medida que los mercados internacionales vayan cobrando un mayor dinamismo, las

empresas españolas se encuentren en condiciones de aumentar de forma apreciable la presencia de sus productos en los mercados externos y defender su cuota de participación en el mercado interno. Para ello, es necesario que se mejoren la eficiencia y los fundamentos competitivos de la economía, que ya no cuenta con el tipo de cambio como elemento corrector de los desajustes y que ha de hacer frente, cada vez con mayor intensidad, a la competencia de los nuevos países en proceso de acceso a la UE, con estructuras productivas y patrones de exportación no muy alejados, en muchos casos, de los de la economía española. Desde esta perspectiva, cobra importancia el riesgo que la acumulación de diferenciales de inflación con los países de la zona euro puede representar para el mantenimiento de la competitividad.

La persistencia, desde el inicio de la UEM, de unos diferenciales de inflación con la media del área, que son más marcados en relación con nuestros principales interlocutores comerciales (Francia y Alemania), debe ser un motivo de preocupación, ya que es muy difícil pensar que esta tendencia se pueda prolongar indefinidamente sin erosionar las ventajas comparativas en las que se asienta la posición de la economía española dentro de la Unión Europea (véase gráfico 1.3). Sobre todo, cuando la productividad relativa del sector de bienes comerciales en España es inferior a la de la media de los países del área, mientras que el comportamiento de los márgenes de las actividades menos expuestas a la competencia sigue sosteniendo las diferencias de inflación. Se trata, por lo tanto, de un patrón que, de mantenerse, puede representar un riesgo para la competitividad y que, al igual que los derivados del rápido crecimiento de la financiación, está relacionado con la holgura de las condiciones monetarias en las que se ha desenvuelto la economía española desde su entrada en la UEM, pero que también responde a la insuficiente adaptación de algunos mercados a los requisitos del nuevo entorno de apertura e integración.

El rebrote experimentado por el índice de precios de consumo en 2002 recogió, en parte, el aumento experimentado por los costes laborales, pero tuvo también, en cierta medida, un carácter transitorio, tal como muestran los datos de los primeros meses del año en curso. Las tensiones en el mercado del petróleo, la incidencia del cambio de moneda sobre los precios de algunos productos y el comportamiento alcista de ciertos precios ali-

menticios afectaron a la evolución del IPC en un año en el que comenzó a aplicarse una nueva metodología para la elaboración del índice, con cambios importantes en el tratamiento de algunos hechos relevantes, como, por ejemplo, el caso de las rebajas. En el pasado mes de abril, la tasa de crecimiento interanual del IPC se situó en el 3%, descontando un punto porcentual, aproximadamente, con respecto a la tasa alcanzada al final de 2002. A ello ha contribuido el comportamiento de los precios de la alimentación y la energía, así como el recorte sustancial en las tasas de aumento de los precios de los servicios y los bienes industriales no energéticos, los que más acusaron, al comienzo del pasado año, el impacto alcista transitorio asociado a la introducción de la nueva moneda.

Esta mejora reciente de la inflación ha permitido reducir la magnitud del diferencial y ha dado muestras de una mayor sensibilidad de la formación de los precios a los condicionamientos de la demanda, lo que abre la posibilidad de una corrección de los sesgos inflacionistas recientes. Para ello, y para que no se comprometa la continuidad en la creación de empleo, sería necesario que se moderara el crecimiento de los costes unitarios laborales, que, en el primer trimestre del año, han aumentado a tasas superiores al 4%, en parte por el incremento en los costes salariales y en parte por el bajo crecimiento de la productividad. Se precisa, por tanto, que se consolide una recuperación sostenida de la inversión empresarial como vía de acceso a la innovación tecnológica que debe sustentar el crecimiento de la productividad de la economía, y que se retomen las pautas de moderación salarial, de forma que las negociaciones de los convenios se acomoden a la mejora de las expectativas inflacionistas. Solo de esta forma se preservará la competitividad de la economía que asegure la continuidad del proceso de convergencia real.

I.4. EL AVANCE EN EL PROCESO DE CONVERGENCIA REAL

En el momento actual, el reto principal al que se enfrenta la economía española es el de seguir creciendo por encima del promedio de la zona del euro y continuar recortando las diferencias de bienestar económico con este grupo de países. Desde el punto de vista de los fundamentos macroeconómicos, se parte de una posición favorable, si bien hay que tener en cuenta que, en el futuro, no se contará con los impulsos expansivos de deman-

da que han acompañado el ingreso en la UEM y la economía española estará sujeta a los límites que, desde el punto de vista del manejo de políticas autónomas de demanda, impone nuestra pertenencia a una unión monetaria. Por ello, deben acometerse los procesos que consoliden un entorno económico de estabilidad, promuevan su comportamiento competitivo y aporten solidez al modelo de crecimiento, de manera que continúe generando empleo.

El proceso de convergencia real seguido por la economía española en estos últimos años se ha basado, principalmente, en el crecimiento de la tasa de ocupación, sin que apenas se haya corregido la brecha de productividad con los países europeos. En ello se han reflejado, por tanto, algunas de las características del ciclo actual, en el que la elevada intensidad en la creación de empleo ha sido un factor fundamental en la resistencia de la economía española ante los impulsos desaceleradores que provenían del resto del mundo. Sin embargo, para garantizar la sostenibilidad del crecimiento económico a largo plazo resulta imprescindible elevar el dinamismo de la productividad y, por lo tanto, incrementar significativamente la participación de la inversión en equipo en la composición de la demanda interna, así como impulsar el desarrollo del capital humano (véase recuadro I.3).

Una prolongada debilidad de la inversión puede terminar restando capacidad de crecimiento a la economía, a través de su impacto sobre la productividad total de los factores y de la productividad del trabajo. La inversión en bienes de equipo suele actuar como vehículo transmisor del progreso técnico y de la innovación, por lo que períodos de baja capitalización empresarial suelen ser etapas de escasa asimilación de innovaciones y, por esta vía, de limitado avance en la eficiencia productiva.

El lento avance de la productividad total de los factores en España en estos últimos años parece reflejar la presencia de algunos de estos efectos. A su vez, la relación capital-trabajo ha mantenido tasas de crecimiento moderadas, en un contexto de elevados ritmos de creación de empleo. Estos factores de riesgo no deben ocultar, sin embargo, que, durante la presente fase de desaceleración, dicha relación ha crecido más en España que en la media de la UE, como consecuencia de un esfuerzo comparativamente más importante de la inversión en infraestructuras. De manera que, a pesar de todo, el es-

fuerzo de capitalización realizado por la economía española en el pasado reciente ha contribuido a acortar las diferencias de bienestar económico con los países de la zona del euro.

A la luz de los requerimientos que plantea la profundización de la convergencia real en la nueva situación, el diseño de las políticas económicas deberá seguir orientándose hacia el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y afrontar las tensiones que pueden surgir en un entorno en el que, con gran probabilidad, el tono de la política monetaria única puede representar la continuidad, en el futuro próximo, de una cierta holgura en las condiciones monetarias y financieras para la economía española. Dentro de la unión monetaria, la función estabilizadora en el ámbito nacional reside, fundamentalmente, en la política fiscal, por lo que resulta necesario que esta se pueda instrumentar de modo que se utilice de manera adecuada su capacidad para incidir en las condiciones de demanda. Una capacidad limitada, pero que adquiere gran relevancia cuando no se dispone de la soberanía para el manejo de la política monetaria.

La política fiscal para los próximos años, tal y como se desprende de las Leyes de Estabilidad presupuestaria y de la última Actualización del Programa de Estabilidad de España, está basada en el objetivo de mantener unas finanzas públicas saneadas, otorgando margen suficiente a los estabilizadores automáticos para actuar, sin comprometer los objetivos del Pacto de Estabilidad y de Crecimiento. En el actual momento cíclico, la consecución del equilibrio presupuestario en el año 2002 y su mantenimiento en el 2003 se ajustan a las necesidades de estabilización interna, pero el diseño de las estrategias presupuestarias debe tener en cuenta la posible necesidad de abordar situaciones futuras que podrían requerir una actuación moderadora del gasto.

Es necesario también seguir profundizando en las reformas del mercado de trabajo, con el objetivo de que permitan aliviar los problemas de dualidad y segmentación que todavía generan algunas características de las modalidades de contratación vigentes. Por su parte, el sistema de negociación colectiva debe procurar una mayor y más eficiente utilización del factor trabajo y asegurar esquemas de remuneración de los asalariados que se adapten a las condiciones específicas de cada empresa y, en general, la continuidad de la moderación salarial, elemento cla-

ve para la generación de empleo y para la configuración de un entorno de baja inflación.

Igualmente, deben proseguir los procesos de liberalización y de desregulación necesarios para mejorar el comportamiento competitivo de la economía y de las empresas. Las reformas estructurales pendientes son imprescindibles para asegurar un escenario permanente de baja inflación, que evite la acumulación de pérdidas de competitividad que, ante la ausencia de mecanismos de ajuste potentes, como los que en el pasado desempeñaban las elevaciones de tipo de interés y las devaluaciones del tipo de cambio, podrían conducir a una senda de bajo crecimiento, limitando las posibilidades de convergencia real. Un programa de reformas que se inserte en la agenda de los Consejos Europeos de Lisboa y Barcelona y promueva simultáneamente la dinamización tecnológica, la flexibilidad de los mercados, la adaptabilidad del capital humano y un adecuado funcionamiento de la competencia tenderá a impulsar una asignación y utilización más eficiente de los recursos, tanto entre las industrias como en el ámbito de las empresas, y, en consecuencia, el mayor crecimiento potencial de la economía.

En el *Informe anual* del año pasado se prestó especial atención a algunas reformas estructurales pendientes en diversos ámbitos de la economía: mercado de trabajo, industrias de red, suelo y sistema de pensiones. Conviene reiterar, sin caer en la repetición, que la mayor parte de lo dicho entonces mantiene su plena vigencia. Cabe destacar, sin embargo, los avances que se han introducido en el mercado de trabajo, al reforzarse los criterios de ocupabilidad en la percepción de la prestación de desempleo y al reducirse el impacto de los salarios de tramitación en los costes del despido. Y hay que subrayar también el creciente apremio con el que se plantean las necesarias modificaciones en el complejo marco regulatorio del suelo, dada la trascendencia que sus distorsiones pueden tener en la formación de los precios de los activos inmobiliarios y sobre la movilidad de los trabajadores, sin olvidar la potenciación del mercado de alquileres. Todas estas reformas son particularmente relevantes de cara a los retos que supone la creciente globalización y, sobre todo, la ampliación de la UE.

Más allá de los requerimientos de política económica, es importante subrayar que, para asegurar un ritmo de crecimiento elevado a medio plazo, el modelo de crecimiento de la economía española

deberá modificar algunos de los rasgos que le han caracterizado en los últimos años y superar algunas de las limitaciones de su patrón de especialización productiva y comercial. En este sentido, el crecimiento de la economía española, que se ha basado en los últimos años en el consumo privado y en la inversión residencial, debe pasar a apoyarse en un mayor peso de la inversión productiva y de las exportaciones. Un cambio que, como se ha visto, es necesario para superar algunas de las debilidades que se han percibido en la evolución reciente y que podrían limitar la intensidad de la recuperación económica.

El fuerte aumento de la inversión en construcción en estos años ha contribuido a elevar el peso del sector en el PIB, por encima de los estándares europeos. Este tipo de actividad, al ser muy sensible a los tipos de interés, sobre todo en su componente residencial, se ha beneficiado extraordinariamente de la presente fase de suavización de las condiciones monetarias, lo que le ha permitido mantener un alto dinamismo y elevar los márgenes de explotación de las empresas constructoras. De esta manera, el sector ha absorbido recursos que, bajo otras circunstancias, podrían haberse dirigido a financiar proyectos de inversión con mayor impacto sobre el potencial de crecimiento. Con todo, hay que señalar que la evolución expansiva de la construcción en estos últimos años está, en parte, vinculada al proceso de convergencia real, ya que este requiere un fuerte desarrollo de las infraestructuras necesarias para la mejora de la eficiencia económica, y la ampliación y modernización del capital residencial.

El desarrollo de la industria manufacturera en los últimos años muestra, por su parte, rasgos positivos, vinculados principalmente al proceso de integración europea y de apertura al exterior; junto con otros que indican la existencia de riesgos en relación con su capacidad para competir en una economía crecientemente globalizada, en la que la ampliación de la UE, a partir de 2004, producirá una intensificación de la competencia. Entre los rasgos positivos hay que señalar las importantes ganancias de cuota en la producción y en la exportación de manufacturas desde el ingreso en la UE; y la aproximación de las estructuras productivas y comerciales hacia el modelo europeo, en el que han ido ganando peso las manufacturas de mayor contenido tecnológico, en detrimento de las industrias más tradicionales, intensivas en mano de obra y con requerimientos tecnológicos bajos.

España, Portugal e Irlanda: tres variantes de convergencia real tras su ingreso en la UE

Desde la segunda mitad de la década de los ochenta, España, Portugal e Irlanda, que han sido países receptores de fondos estructurales procedentes de la UE, han registrado crecimientos acumulados en términos del PIB *per capita* superiores a los del promedio de la UE. Existen, sin embargo, diferencias apreciables en cuanto a la intensidad y a la composición de la convergencia real que han seguido estas economías, en parte, motivadas por las importantes discrepancias en sus estructuras económicas —tamaño, grado de apertura al exterior, peso del sector servicios, entre otras— y por las diferentes posiciones de partida con que abordaron su integración económica en Europa; pero también por los distintos determinantes del crecimiento económico en cada una de ellas.

Como se observa en el primer gráfico, en 1986 los tres países mantenían un nivel del PIB *per capita* inferior al de la media de la UE. En 2002 España y Portugal habían reducido sensiblemente la brecha de bienestar económico que mostraban con anterioridad a su ingreso en la UE (hasta alcanzar niveles relativos de renta del 84,5% y del 69,2%, respectivamente) e Irlanda superaba ampliamente el nivel de PIB *per capita* promedio en Europa.

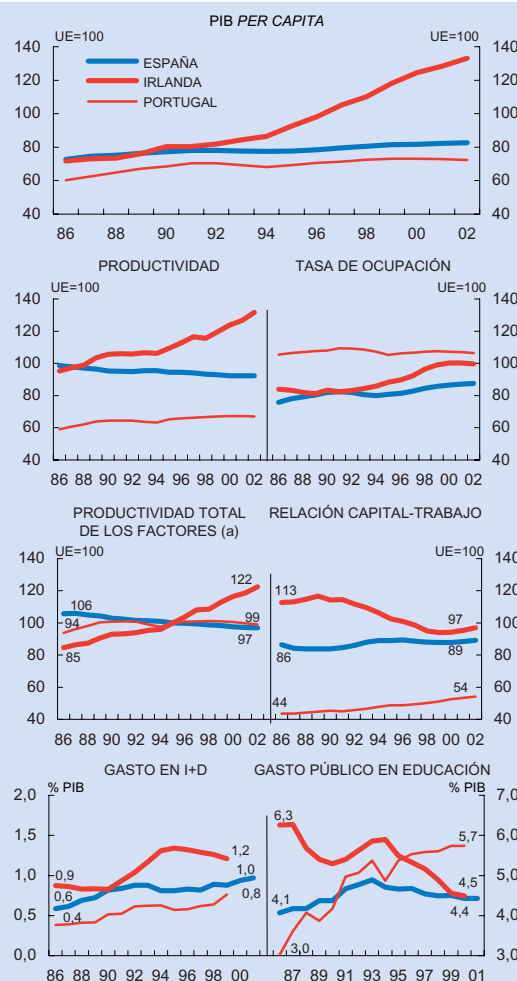
La descomposición del PIB *per capita* en sus factores explicativos (véase el segundo gráfico) muestra que, en efecto, existen diferencias apreciables en los determinantes del crecimiento de estas economías. En España, el recorte en las diferencias de bienestar económico se ha producido, fundamentalmente, por la mayor intensidad en la creación de empleo, sobre todo en los últimos años del período analizado, mientras que el crecimiento de la productividad aparente del trabajo ha sido más moderado que en el promedio de la UE. En Portugal —que partía en 1986 de una posición muy favorable en términos de tasa de ocupación—, la convergencia real se ha apoyado en aumentos sostenidos de la productividad aparente del trabajo, que ha avanzado a ritmos más intensos que en el conjunto de la UE. En Irlanda, por último, el crecimiento económico ha estado impulsado tanto por las importantes ganancias de productividad como por la intensa creación de empleo, y en la década de los noventa, de manera singular, por el fuerte incremento de la población en edad de trabajar.

La descomposición de la productividad aparente del trabajo, en términos del grado de utilización de los recursos productivos primarios (capital y trabajo) y de la productividad total de los factores —variable que aproxima las ganancias de eficiencia productiva— (véase el tercer gráfico), indica que la aportación de la relación capital-trabajo al crecimiento de la productividad diferencial en España e Irlanda ha estado condicionada por el fuerte crecimiento del empleo en ambas economías, por lo que, a pesar del esfuerzo inversor realizado en este período, su aportación al crecimiento diferencial con la UE ha sido reducido. En Portugal, por el contrario, que partía de un nivel de capitalización considerablemente más bajo, el recorte de la brecha en la relación capital-trabajo con la UE ha alcanzado una mayor intensidad. Más relevantes pueden ser, desde el punto de vista de sus implicaciones sobre el crecimiento potencial de las tres economías, los diferentes ritmos de crecimiento de la productividad total de los factores, que, con las cautelas con las que debe valorarse su evolución, muestran incrementos superiores a los del promedio de la UE en Portugal e Irlanda, y que contrastan con un ritmo de crecimiento más pausado en España, inferior al del conjunto de países que integran la UE.

Entre los determinantes que han podido incidir en el comportamiento desigual de la productividad de los factores en estos tres países se puede señalar, en primer lugar, la distinta intensidad del esfuerzo innovador, que se puede aproximar de forma tentativa por el gasto en I+D (véase gráfico inferior) o por el diferente peso en la producción y en las importaciones de las manufacturas que incorporan los mayores avances tecnológicos. También resulta importante, a estos efectos, el distinto ritmo de acumulación de capital humano, que se puede aproximar, aunque también de manera muy tentativa, por el gasto público en educación por habitante. Como se puede ver en el último gráfico, Irlanda ha mostrado un comportamiento superior en relación con cada uno de estos indicadores.

En resumen, los patrones de crecimiento que han mostrado España, Portugal e Irlanda en el transcurso de las últimas décadas reflejan la corrección —con diferente grado de intensidad en cada una de ellas— de sus principales carencias: en los casos de España y de Irlanda, un uso deficitario de la oferta de trabajo disponible, sobre todo de la procedente del colectivo femenino y de los jóvenes, y una dotación insuficiente de capital en su sentido más amplio; y en Portugal, un mayor desfase en la dotación de capital productivo (físico, tecnológico y en infraestructuras).

PIB *per capita*, componentes y factores determinantes



Fuentes: Banco de España, a partir de bases de datos de la Comisión Europea y de Eurostat.

(a) La *ratio* representada con respecto a la UE debe interpretarse como el diferencial de crecimiento acumulado respecto a esta área geográfica, con origen en el año 1995.

En España, este cambio en la especialización productiva ha tenido implicaciones muy relevantes, dado que ha supuesto la transformación del modelo en el que se había basado su desarrollo industrial con anterioridad al ingreso en la UE. En este sentido, los desplazamientos observados en la producción manufacturera reflejan la desviación de recursos desde industrias sujetas a intensos procesos de reestructuración (como la metalurgia o los astilleros), o desde las actividades más afectadas por la competencia creciente de países de industrialización reciente (textil y calzado, principalmente), hacia industrias con un mayor potencial de crecimiento que ocupan una posición muy relevante en los patrones de demanda de las economías desarrolladas (producción de vehículos de motor y de maquinaria y equipo mecánico). En general, la inversión directa procedente del exterior ha actuado a favor de este cambio en la especialización productiva.

Hay que señalar, sin embargo, que el desplazamiento hacia las manufacturas de mayor contenido tecnológico no se ha extendido a las actividades más punteras (producción de equipos informáticos y de material electrónico, entre otros), que son las que han canalizado los mayores avances de productividad en este período. Además, esta característica del aparato productivo español no se ha compensado con un mayor dinamismo de la importación de este tipo de bienes, ni se ha detectado una afluencia significativa de la inversión directa externa dirigida hacia estas actividades.

La rama de servicios, por su parte, ha adquirido en el transcurso de las últimas décadas una importancia creciente, en línea con el proceso de terciarización seguido por las economías más avanzadas. No obstante, el incremento de su participación en el PIB y en el empleo de la economía en su conjunto se ha basado, principalmente, en la expansión de los servicios no destinados a la venta —esto es, de aquellos que provee el sector público—, mientras que los servicios destinados a la venta han mostrado crecimientos más reducidos y, en todo caso, inferiores a los de las economías europeas. Un hecho que es particularmente relevante en el caso de aquellos servicios relacionados con las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones (como son los servicios informáticos o los servicios a empresas), que resultan esenciales para incrementar la productividad y han adquirido un protagonismo creciente en el dinamismo de la economía mundial.

Dentro del sector servicios, debe prestarse especial atención a la evolución del turismo, dado que constituye una de las principales fuentes de actividad y de generación de empleo de la economía española. El menor dinamismo mostrado en los últimos años refleja el proceso de desaceleración de la economía mundial y europea, y los efectos amplificadores que se han podido producir tras la agudización del clima de incertidumbre a raíz de los sucesos del 11 de septiembre del 2001, pero no puede descartarse que otros factores de índole estructural, como una limitada diversificación de la oferta de servicios turísticos o un avance insuficiente en la calidad de los mismos, puedan terminar afectando al liderazgo del sector turístico español. El riesgo más importante, con todo, procede de las subidas de costes y precios, que pueden determinar pérdidas de competitividad, sobre todo frente a aquellos países que mantienen un manejo flexible de su tipo de cambio.

En resumen, las transformaciones observadas en la estructura productiva y comercial española confirman la capacidad que ha mostrado para adaptarse a un entorno de mayor competencia exterior y de globalización creciente, pero también indican la existencia de un cierto desfase en la incorporación de las tecnologías más innovadoras, que tiene implicaciones no solo sobre el dinamismo de estas ramas productivas, sino sobre el resto de la economía, lo que puede terminar lastrando el aumento de la productividad necesario para un sólido avance en la convergencia.

Tras el éxito conseguido con el proceso de integración europea y durante las etapas iniciales de participación en la UEM, la próxima ampliación de la UE introducirá presiones competitivas adicionales y establecerá nuevos retos para la economía española en su conjunto. Estos provienen, principalmente, de la gran similitud en nuestras estructuras productivas y comerciales, tras la rápida transformación que han experimentado las de los países candidatos, impulsada por los cuantiosos flujos de inversión directa que han recibido (véase recuadro I.4). Bajo estas circunstancias, el incremento de la competencia se localizará principalmente en aquellas industrias de tecnología media y media-alta en las que la economía española se ha especializado en los últimos años. Es significativo, en este sentido, que, aunque estas constituyen el núcleo más dinámico de la producción y en ellas se concentra un porcentaje muy elevado de las ventas al exterior, en los últimos años se observa una ralentización de los flujos de inversión directa

La futura ampliación de la UE: algunas implicaciones para la economía española

La ampliación hacia los países del este constituye uno de los retos de mayor importancia a los que se enfrenta la UE en los próximos años. La dimensión de los nuevos socios y su heterogeneidad respecto a los actuales miembros confiere características peculiares a esta nueva ampliación, cuyas implicaciones se harán patentes en numerosos ámbitos del funcionamiento político, institucional y social.

Antes de iniciar su proceso de integración, los países en vías de acceso (Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia y la República Checa) presentaban, por lo general, estructuras productivas con una marcada orientación hacia las industrias intensivas en recursos naturales y mano de obra poco cualificada, aunque en algunos de ellos la metalurgia y las ramas productoras de bienes de equipo y de material de transporte alcanzaban una participación elevada. Durante los últimos años, estas economías han realizado un notable esfuerzo de adaptación y de integración comercial y financiera con los países de la UE, al tiempo que sus estructuras organizativas y empresariales experimentaban importantes transformaciones.

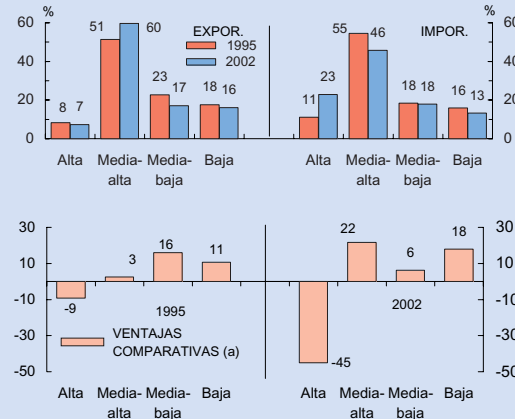
En el primer gráfico se presentan la estructura del comercio bilateral de España con los diez países en vías de acceso y los resultados comerciales —a partir de los índices de ventaja comparativa revelada— para los años 1995 y 2002. Como se puede apreciar, el patrón comercial de España con estos países difiere del que se observa en relación con otras economías menos desarrolladas, a las que España exporta, básicamente, productos intensivos en tecnología, y de las que importa bienes intensivos en mano de obra. La diferencia principal se produce en el ámbito de las importaciones, donde predominan las compras españolas a los nuevos miembros de manufacturas de tecnología media-alta, al tiempo que se observa, aunque dentro de cotas moderadas, un peso creciente de las importaciones de manufacturas de alto contenido tecnológico. Por su parte, la estructura de las exportaciones hacia los países del este de Europa muestra una elevada y creciente concentración en las industrias de tecnología media-alta, destacando, en particular, la rama de vehículos de motor.

El análisis de los índices de ventajas comparativas revela, por una parte, que España mantiene un saldo favorable en sus relaciones bilaterales con estos países, que durante esos años han tenido que afrontar un proceso de desarme arancelario frente a sus futuros socios. Este resultado se asienta, fundamentalmente, en las ramas de tecnología media-alta y, en particular, en la industria química y en los vehículos de motor, aunque esta última se ha reducido sensiblemente durante el período analizado; por el contrario, en los sectores con mayores requerimientos tecnológicos el saldo comercial se ha deteriorado sensiblemente.

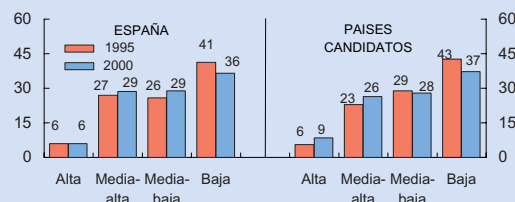
En el gráfico segundo puede apreciarse el cambio que ha experimentado el patrón de especialización productiva de estos países, que ha ido desplazándose paulatinamente hacia las industrias con mayores requerimientos tecnológicos. De hecho, desde 1995 hasta 2000 —último año para el que se dispone de información— las ramas más dinámicas fueron, además de la de vehículos de motor, las productoras de aquellos bienes que incorporan nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones. De este modo, en la actualidad se aprecian ciertas similitudes entre la estructura productiva española y la de estos países, si bien en este último caso las industrias de tecnología alta tienen mayor relevancia.

Estas transformaciones se encuentran estrechamente ligadas a la importante afluencia de inversión extranjera directa y a la estrategia de las empresas multinacionales, que han tendido a concentrarse en algunas industrias de tecnología alta y media-alta, con elevada vocación exportadora, y en otras de tecnología baja, como la industria de alimentación, bebidas y tabaco, cuya producción se destina mayoritariamente al mercado interior. Este desarrollo, junto con la favorable evolución de otros indicadores relativos al esfuerzo tecnológico y de formación en capital humano, y a las ventajas que los países en vías de acceso presentan en términos de costes laborales, ponen de manifiesto que el patrón de especialización productiva que están desarrollando estos países comporta algunos elementos de riesgo sobre la posición de España como proveedora de los países de la UE, y sobre su capacidad para mantener posiciones competitivas en terceros mercados. Además, la proyección comercial y financiera de la economía española en los países del este de Europa, a pesar de haberse incrementado en los últimos años, aún mantiene cotas muy moderadas, lo que limita su potencial de participación en la expansión de estas economías.

ESTRUCTURA DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA CON LOS PAÍSES CANDIDATOS, POR INTENSIDAD TECNOLÓGICA



ESTRUCTURA Y EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN MANUFACTURERA



INDICADORES DE ESFUERZO TECNOLÓGICO, CAPITAL HUMANO Y COSTES LABORALES (2000)

	España	UE-15	Países Candidatos
Gasto en I+D (b)	0,9	1,9	0,8
G. públ. en educación (b)	4,4	4,9	5,3
Stock de cap. hum. (c)	38,3	63,5	78,8
Costes laborales (d)	14,2	22,7	4,2

Fuentes: Eurostat, Departamento de aduanas y Banco de España.
 (a) Calculado como el déficit o superávit de cada industria (X-M) en relación al comercio total realizado por esa misma industria con los países candidatos (X+M).
 (b) En % del PIB.
 (c) Aproximado por el porcentaje de población entre 25 y 64 años que han alcanzado al menos el nivel de estudios de secundaria.
 (d) Costes laborales en euros por hora.

extranjera. Además, algunos de estos países están aumentando sensiblemente su capacidad de competir en el mercado internacional de servicios turísticos.

Por ello, el mantenimiento de una estructura productiva competitiva requiere reducir el riesgo de deslocalización de las actividades manufactureras de tecnología media y media-alta, pero, también, tratar de frenar la pérdida de peso que vienen sufriendo algunas industrias en las que tradicionalmente la economía española ha mantenido ventajas comparativas, como consecuencia de la presión de los países de reciente industrialización. Para afrontar estos retos, es necesario contrarrestar las ventajas de localización y de costes que ofrecen los países candidatos, mediante la adopción de estrategias de diferenciación y mejora de la calidad de bienes y servicios, así como incrementando la eficiencia productiva a través de la innovación, la capitalización, la inversión en capital humano y el funcionamiento eficiente de los mercados de factores y productos

En definitiva, los progresos realizados en la estabilidad macroeconómica y presupuestaria, las reformas estructurales emprendidas y el avance en la convergencia real colocan a la economía española

en una buena posición para reincorporarse a una senda de crecimiento más dinámico, conforme se vayan despejando las fuertes incertidumbres del pasado reciente, y así seguir avanzando en la aproximación a los niveles de vida y bienestar de los países más avanzados. Para ello, ya no se contará con algunos de los estímulos que han procedido de los efectos generados por la entrada en la UEM, sino que dependerá de la capacidad interna de expansión económica. La prolongación de la senda de convergencia real requerirá un patrón de crecimiento más asentado en el esfuerzo inversor y en la capacidad exportadora, cuya consecución pasa por la instrumentación de políticas que aseguren la estabilidad macroeconómica y presupuestaria y promuevan la liberalización de la economía, la competitividad de las empresas y la flexibilización de los mercados. Esta orientación de las políticas es ahora especialmente necesaria para evitar los riesgos derivados de los diferenciales de inflación y del excesivo endeudamiento del sector privado, y para fomentar, a la vez, el avance de la productividad y la mejora de la competitividad a través de un modelo de especialización productiva adecuado para afrontar los retos que plantea la globalización económica y, en particular, la ampliación de la UE.

CAPÍTULO II

EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

II.1. UNA RECUPERACIÓN DÉBIL Y VACILANTE

Tras el acusado descenso del ritmo de actividad económica que tuvo lugar en 2001, propiciado por la crisis del sector de la informática y las telecomunicaciones, por la caída de los precios en las bolsas, por el encarecimiento del petróleo y, en la última parte del año, por la tensión política internacional derivada de los ataques del 11 de septiembre, la economía mundial experimentó durante el pasado año una recuperación que vino acompañada del mantenimiento de las tasas de inflación en niveles reducidos.

No obstante, la aceleración del ritmo de actividad en el exterior del área del euro fue, en general, moderada, vacilante y menos intensa de lo que en un principio se había previsto, a pesar del tono más expansivo que adoptaron las políticas macroeconómicas. También es destacable la diferente evolución económica en las distintas áreas, así como la acusada dependencia del resto del mundo respecto de los Estados Unidos.

A la hora de explicar la debilidad de la recuperación, es importante tener en cuenta, por un lado, el impacto negativo que sobre la confianza de los agentes tuvieron diversas perturbaciones y, por otro, la persistencia de algunos desequilibrios que no fueron corregidos suficientemente durante la fase de desaceleración precedente. Puesto que estos rasgos han perdurado y, en el caso de las incertidumbres geopolíticas, incluso se han acrecentado durante los primeros meses del presente año, el afianzamiento de la recuperación depende estrechamente tanto de la disminución de las tensiones políticas internacionales, una vez finalizada la guerra en Irak, como de que entren en vías de solución los problemas de fondo que subyacen a la evolución económica internacional.

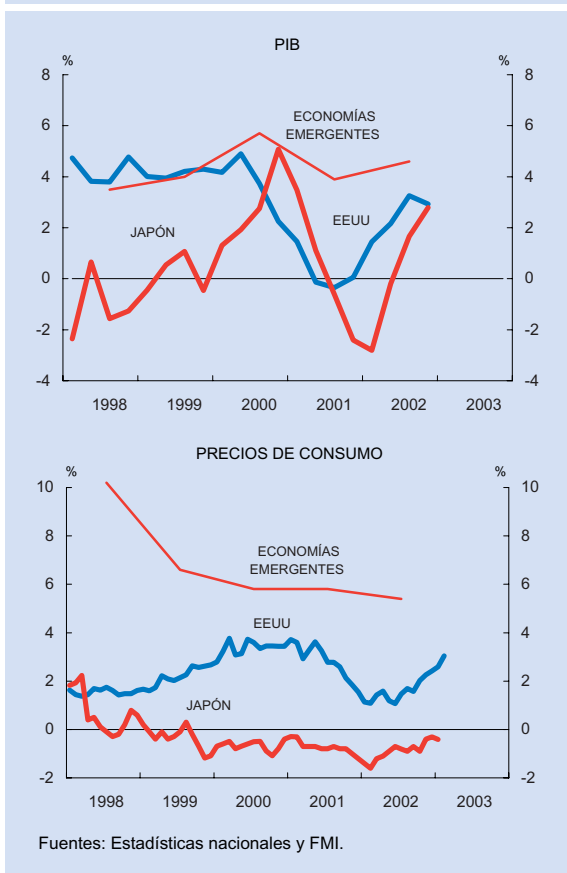
Sin duda, la moderación en el incremento del ritmo de actividad y el mantenimiento del PIB por debajo del potencial en la mayoría de áreas explican, en buena parte, que la inflación se haya mantenido en tasas reducidas, a pesar del aumento de los precios del petróleo que tuvo lugar a lo largo del pasado año. Esta situación, a su vez, contribuyó a que las políticas monetarias continuaran siendo bastante acomodantes, mientras que las políticas fiscales adquirieron un tono más expansivo, si bien existieron diferencias notables en el margen de maniobra del que dispusieron las respectivas autoridades nacionales y en el uso que hicieron del mismo.

En un entorno internacional de globalización, el comercio constituye una correa de transmisión importante entre las economías de los diferentes países. En este sentido, resulta destacable que, tras el estancamiento del comercio mundial durante el año precedente, este solo haya crecido moderadamente en 2002 —a un ritmo del 2,9%— y que se haya ralentizado durante la segunda parte del año. Así, la expansión del comercio ha resultado ser considerablemente inferior a la observada, por término medio, durante la década de los años noventa (6,3%), y menor también que lo que cabría esperar en función del crecimiento de la economía mundial durante el pasado año. En este sentido, es importante señalar que, pese a que se han producido avances en algunas negociaciones de tipo bilateral para impulsar la liberalización del comercio, el proceso de negociación multilateral en el marco de la Ronda de Doha ha experimentado una cierta paralización.

Una característica destacable de la recuperación de 2002 es la elevada dependencia del crecimiento mundial respecto de la economía norteamericana. Aunque la desaceleración experimentada el año anterior situó a las tres principales áreas desarrolladas en una posición sincronizada en el punto bajo del

GRÁFICO II.1

PIB y precios de consumo Tasas de variación interanuales



ciclo, la recuperación fue más clara en Estados Unidos (donde el crecimiento del producto pasó del 0,3 % en 2001 al 2,4% en 2002), mientras que en el área del euro el crecimiento resultó ser inferior (0,8%, frente al 1,4% del año anterior) y la economía japonesa continuó en una situación de estancamiento y deflación (véanse gráfico II.1 y cuadro II.1). También mantuvieron un comportamiento relativamente más dinámico en 2002 algunos países anglosajones (Reino Unido, Canadá, Australia...), así como Europa central y del este y, sobre todo, los países del sur y este de Asia. Por el contrario, América Latina experimentó una contracción del producto por primera vez en veinte años.

Incluso en los países o regiones más dinámicos en 2002, la recuperación de la actividad fue débil y, en la última parte del año, tuvo lugar una inflexión a la baja del crecimiento. A continuación se repasan brevemente los factores que explican la debilidad y el carácter vacilante de la recuperación (véase gráfico II.2).

A raíz de los atentados del 11 de septiembre de 2001, la economía mundial se ha movido en un clima

de fuerte incertidumbre, que ha ido minando la confianza de los consumidores y de los empresarios. Este efecto se vio reforzado por el aumento del precio del petróleo, que pasó de 20 a 31 dólares por barril en el transcurso del pasado año y alcanzó los 34 dólares en las primeras semanas de 2003, aunque, tras el conflicto bélico en Irak, tendió a situarse nuevamente en niveles más moderados, con una notable volatilidad. La subida del precio del petróleo no solo fue imputable a la situación en Irak, sino también a los problemas políticos internos en otros países productores, como Venezuela.

La composición de la demanda en la mayoría de los países industrializados, muy sesgada hacia el consumo en detrimento de la inversión, constituye uno de los elementos de preocupación de la frágil recuperación en curso. La atonía de la inversión está muy relacionada con los excesos de los últimos años de la década anterior, cuando, en un clima de euforia por el auge de la nueva economía, particularmente en los Estados Unidos, las empresas acumularon un stock de capital que luego se reveló excesivo. A pesar del drástico ajuste del exceso de inversión desde 2001, existe incertidumbre sobre en qué medida se ha corregido plenamente este exceso, aunque los bajos niveles de utilización de la capacidad productiva, sobre todo en Estados Unidos, sugieren que quizá no se haya completado el ajuste, al menos en algunos sectores. En esta situación, los procesos de saneamiento financiero de las empresas posiblemente han actuado como un freno adicional a las decisiones de inversión.

La caída de las bolsas también vino inducida inicialmente por la corrección de los excesos de la segunda mitad de los noventa, a lo que se sumaron el impacto de un clima internacional más incierto y los escándalos en los estados financieros públicos de grandes compañías, particularmente en los Estados Unidos. En estas circunstancias, los intermediarios financieros y las empresas no financieras aumentaron su preferencia por los activos seguros y líquidos, lo que explica el empuje de los mercados de deuda pública a lo largo del año.

Aunque algunos de los desequilibrios de la economía mundial han tendido a corregirse —como la sobrevaloración de las bolsas y el tipo de cambio del dólar—, otros se han agravado. Cabe destacar, entre estos últimos, la acentuación de los desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente entre las

Principales indicadores macroeconómicos de Estados Unidos, Japón y Reino Unido

	1998	1999	2000	2001	2002	2002			
						I TR	II TR	III TR	IV TR
ESTADOS UNIDOS:									
PIB (a)	4,3	4,1	3,8	0,3	2,4	1,4	2,2	3,3	2,9
Consumo privado (a)	4,8	4,9	4,4	2,5	3,1	3,0	3,1	3,8	2,7
Inversión privada (a)	11,4	7,8	6,1	-3,8	-3,1	-6,3	-3,7	-2,7	0,6
Demanda externa (b)	-1,2	-1,0	-0,8	-0,2	-0,7	-0,8	-1,4	0,0	-1,6
Saldo Administraciones Públicas (c)	-0,1	0,5	1,2	-0,7	-3,6				
IPC (a)	1,5	2,2	3,4	2,8	1,6	1,2	1,3	1,6	2,2
Balanza cuenta corriente (c)	-2,3	-3,2	-4,2	-3,9	-4,8	-4,4	-4,9	-4,8	-5,2
Tasa de paro (d)	4,5	4,2	4,0	4,8	5,8	5,6	5,8	5,8	5,9
JAPÓN:									
PIB (a)	-1,1	0,1	2,8	0,4	0,3	-2,8	-0,2	1,7	2,8
Consumo (a)	0,4	1,1	1,8	1,9	1,6	1,2	1,3	2,4	1,7
Formación bruta de capital fijo (a)	-3,9	-0,9	2,7	-0,9	-4,2	-8,2	-5,3	-3,6	1,2
Demanda externa (b)	0,3	-0,1	0,5	-0,7	0,7	0,2	0,8	0,7	1,0
Saldo Administraciones Públicas (c)	-5,5	-7,1	-7,4	-7,2	-7,7				
IPC (a)	0,6	-0,3	-0,7	-0,7	-0,9	-1,4	-0,9	-0,8	-0,5
Balanza cuenta corriente (c)	3,0	2,6	2,5	2,1	2,8	2,9	2,8	2,5	2,4
Tasa de paro (d)	4,1	4,7	4,7	5,0	5,4	5,3	5,4	5,4	5,4
REINO UNIDO:									
PIB (a)	2,9	2,4	3,1	2,1	1,8	1,2	1,6	2,2	2,2
Consumo (a)	3,2	4,3	4,4	3,7	3,8	4,2	4,3	3,6	3,3
Formación bruta de capital fijo (a)	12,8	0,6	1,9	1,0	-3,2	-4,5	-4,1	-2,9	-1,1
Demanda externa (b)	-2,2	-1,4	-1,1	-0,6	-0,9	-1,4	-0,3	-0,7	-1,4
Saldo Administraciones Públicas (c)	0,2	1,4	4,0	0,8	-1,5				
IPC (a)	3,4	1,6	2,9	1,8	1,6	1,2	1,2	1,5	2,6
Balanza cuenta corriente (c)	-0,6	-2,2	-2,0	-1,3	-0,8	-0,9	-1,2	-0,5	-1,4
Tasa de paro (d)	6,4	6,0	5,5	5,1	5,2	5,1	5,1	5,3	5,1

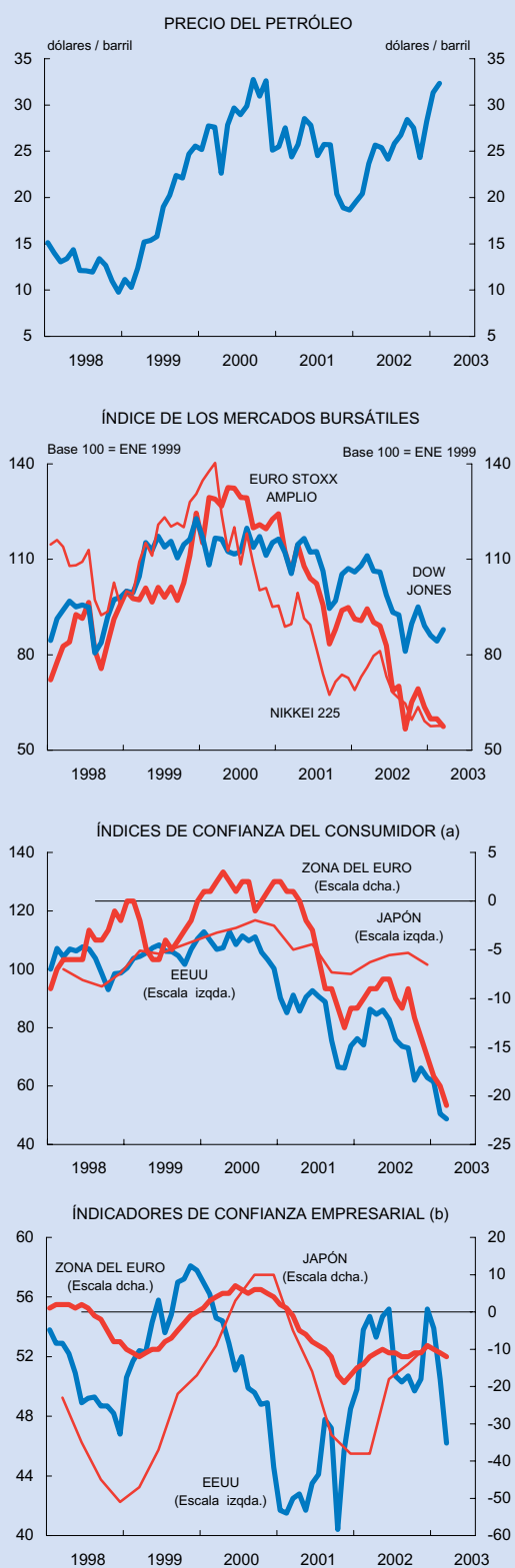
Fuentes: FMI y estadísticas nacionales.
(a) Tasa interanual. Para el IPC, media anual de la tasa de variación.
(b) Contribución al aumento del PIB.
(c) Porcentaje del PIB.
(d) Porcentaje de la población activa. Media de cada período.

principales economías (véase gráfico II.3), los riesgos que las políticas fiscales —fuertemente expansivas— llevadas a cabo recientemente en algunos países entrañan para la sostenibilidad de las cuentas públicas en el medio y largo plazo, y, finalmente, los elevados niveles de endeudamiento de las familias, asociados, en numerosos casos, a los fuertes incrementos de los precios de la vivienda.

Un factor adicional que ha podido contribuir a lastrar la recuperación en 2002 ha sido la persistencia de los problemas en algunas economías emergentes, que se analizan en una sección posterior del capítulo. Esta ha sido una característica que ha acompañado a

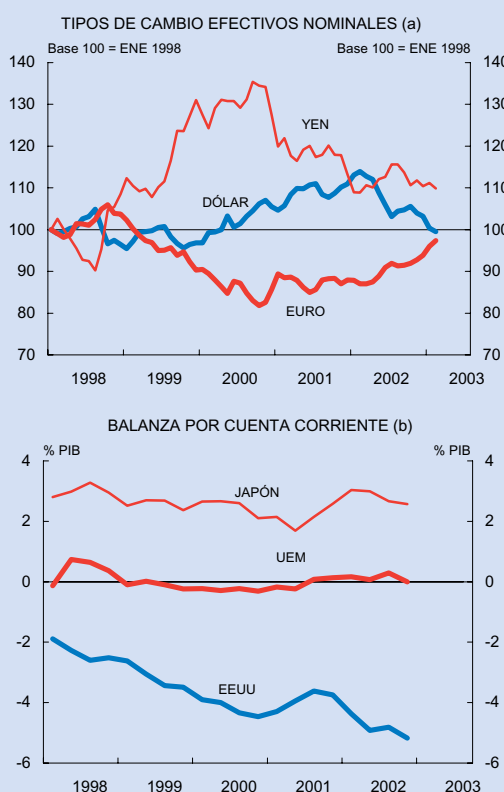
la economía mundial desde la crisis asiática desencadenada en 1997, a partir de la cual los episodios de inestabilidad financiera se han ido sucediendo en este conjunto de países, aunque con distintos protagonistas, y han suscitado una profunda reflexión sobre cómo mejorar los mecanismos de resolución de crisis (véase recuadro II.1). Cabe señalar, no obstante, que desde entonces han tenido lugar notables mejoras en el sistema financiero internacional, que han conducido a una mayor transparencia en la información por parte de las autoridades nacionales y a una mejor capacidad de discriminación entre países por parte de los mercados financieros, lo que se ha traducido, en conjunto, en un menor contagio. Esto ha sido

Economía internacional: precios del petróleo, bolsas e índices de confianza



Fuentes: Banco de España y Bloomberg.
 (a) EEUU: Conference Board (ENE 98 = 100); Japón: Econ. and Social Res. Instit (I TR 98 = 100); Zona euro: Índ. Comisión Europea.
 (b) EEUU: ISM; Japón: Tankan; Zona euro: Índ. Comisión Europea.

Tipos de cambio y déficit por cuenta corriente



Fuente: Banco de España.
 (a) Frente a países desarrollados. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.
 (b) (+) Superávit, (-) déficit.

particularmente evidente a lo largo del pasado año, si se observan las discrepancias entre la evolución de la mayoría de los países emergentes de Asia y de Europa central y del este, cuyos diferenciales de la deuda disminuyeron y cuyos tipos de cambio, en general, se apreciaron, y la mayoría de los países de América Latina, a los que vino a sumarse Turquía en la segunda mitad del año, que experimentaron una evolución de signo contrario.

Aunque el escenario central de las perspectivas para 2003 continúa apuntando a una recuperación gradual de la actividad mundial, la incertidumbre respecto a la situación en Oriente Medio oscurece el panorama. Cabe confiar, por tanto, en que la definitiva superación de las tensiones geopolíticas contribuya a crear un clima más propicio para el afianzamiento de la recuperación a lo largo del presente año. No obstante, para que esto se materialice será preciso también dar una solución ordenada a los problemas que subyacen a la situación económica internacional.

Discusiones recientes en torno a la reestructuración de la deuda soberana

Los países enfrentados a crisis financieras disponen de tres vías para cubrir su brecha financiera externa: ajuste interno, financiación oficial y participación del sector privado en la resolución de crisis financieras. Las medidas de ajuste interno, en muchos casos, resultan insuficientes para compensar las fuertes salidas de capital. Por tanto, el resto de la brecha existente debe ser cubierta con la participación, más o menos voluntaria, del sector privado y con financiación oficial, generalmente del FMI.

La colaboración del sector privado en la resolución de crisis está ampliamente justificada. Por una parte, los limitados recursos oficiales no son suficientes para cubrir el volumen de financiación necesario para resolver las crisis actuales. Por otro lado, aun en el caso de que esto fuera posible, no sería deseable, dado el incremento del denominado «riesgo moral» que supondría, por parte tanto del acreedor como del deudor.

El debate en torno a la participación del sector privado en la resolución de crisis financieras se ha centrado en intentar que, cuando sean inevitables, los procesos de reestructuración de deuda se acometan lo antes posible y de forma ordenada. Los países enfrentados a crisis financieras severas se muestran, en general, reticentes a iniciar procesos de reestructuración y retrasan esta decisión, lo que provoca frecuentemente la profundización de la crisis, el incremento de sus costes y de la magnitud de los ajustes necesarios, y una mayor demora en la recuperación del acceso a los mercados de capitales.

Uno de los elementos que motivan esta actuación tardía es la incertidumbre sobre el resultado de la renegociación de la deuda, debida a los problemas de coordinación entre el deudor y sus acreedores y de los acreedores entre sí. Estos, de forma individual, pueden intentar cobrar su deuda lo antes posible o bloquear el proceso de reestructuración en beneficio propio, en lugar de llegar a una solución conjunta. En los últimos años, el aumento de la financiación a través de bonos ha dificultado los procesos de reestructuración de deuda soberana, debido al aumento del número de acreedores y a la diversidad de jurisdicciones en las que se emiten.

La comunidad financiera internacional ha intentado, en los últimos años, establecer un marco que: a) incentive la consecución de acuerdos de reestructuración y el pronto diálogo entre deudor y acreedores; b) permita resolver los problemas de coordinación y de acción colectiva; c) proteja adecuadamente los derechos de los acreedores y el valor de sus activos; d) promueva el trato equitativo entre los distintos acreedores, y e) reduzca la necesidad de financiación oficial, ya sea bilateral o multilateral.

Los enfoques para la resolución de crisis que se discuten en la actualidad, aunque distintos, pueden considerarse más complejos que alternativos :

- a) La inclusión de cláusulas de acción colectiva (CAC) en los contratos de emisión de bonos. Ante el riesgo de que un proceso de reestructuración de la deuda se vea paralizado por una pequeña minoría de acreedores, dichas cláusulas limitan la capacidad de estos para obstaculizar tales acuerdos, por lo que su utilización podría facilitar reestructuraciones más ordenadas. La inclusión de CAC tiene carácter voluntario, por lo que su implantación debe basarse en incentivos. Resultan eficaces para resolver los problemas de acción colectiva entre el deudor y los tenedores del título que las contiene, pero no son aplicables al resto de la deuda. Para maximizar su utilidad, es necesario que se empleen en todos los tipos de deuda, que su redacción sea estándar y que la interpretación por los tribunales sea homogénea.

Las CAC más frecuentes son: las de acción mayoritaria, en las que las condiciones de reestructuración acordadas por una mayoría de acreedores vincula también a la minoría disidente; las de representación colectiva, que facilitan la obtención de mayorías, al permitir que los titulares del crédito deleguen en representantes; y las de reparto, que hacen que los acreedores que hayan logrado el cobro de sus derechos mediante recurso a los tribunales deban repartirlo entre el resto de acreedores del título.

- b) El mecanismo de reestructuración de deuda soberana (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism, SDRM*). Esta propuesta del FMI se aplicaría a situaciones de crisis con deuda insostenible, en las que la obtención de un perfil de deuda viable, a medio plazo, pasara inevitablemente por la reducción de su valor actual neto. Se basa en la implantación de un marco centralizado y con soporte legal internacional. Además, se prevé el establecimiento de un foro para la resolución de disputas, con poderes administrativos —notificaciones, registro de acreedores, administración del proceso de voto, etc.— y cuasi-judiciales (resolución de disputas entre deudor y acreedores, así como entre estos últimos). El rasgo fundamental del SDRM, y al mismo tiempo su principal ventaja, es que permitiría que el acuerdo adoptado por el deudor y una mayoría de sus acreedores fuera vinculante para todos ellos, resolviendo por tanto los problemas de aplicación discriminada a distintos tipos de deuda (problema de agregación). El mecanismo deja las principales decisiones al acuerdo entre el deudor y sus acreedores. Además, para evitar que eventuales litigios entorpecieran la consecución de acuerdos, el SDRM podría incluir la suspensión temporal de los derechos de los acreedores para iniciar acciones legales contra el país deudor. Asimismo, se podría incentivar el suministro de nueva financiación por parte del sector privado, con la concesión de un estatus de acreedor privilegiado. A pesar de las intensas discusiones que ha suscitado, no parece que el SDRM recabe por el momento un apoyo suficiente como para impulsar su adopción en un horizonte más o menos próximo.
- c) También se ha propuesto, en las últimas reuniones del FMI, el desarrollo de un código de buena conducta para la renegociación de deuda que, basado en un conjunto de principios y buenas prácticas, clarificase el comportamiento de todos los participantes y redujese la incertidumbre sobre el resultado final del proceso de reestructuración. Algunas versiones de este código incorporan las CAC y otros elementos para la resolución de crisis, como suspensiones de pagos concertadas o foros voluntarios de resolución de disputas entre el deudor y sus acreedores. El código tendría carácter voluntario y su instrumentación se basaría en incentivos y en la idea de que la presión del mercado impulse su adopción y aplicación. El código podría emplearse en todo tipo de crisis, con deuda sostenible o insostenible, en las que fuera conveniente una renegociación.

II.2. LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS INDUSTRIALIZADAS

II.2.1. Estados Unidos

La economía estadounidense experimentó en 2002 un crecimiento moderado, del 2,4%, tras la recesión del año precedente, que se saldó con un incremento del PIB en términos reales de tan solo el 0,3%. El hecho de que esta mejora en el ritmo de actividad se haya conseguido en unas condiciones generales muy difíciles refleja, en buena medida, la flexibilidad de su sistema económico. No obstante, esta valoración debe completarse señalando que la recuperación ha mostrado durante el pasado año un perfil irregular y un tono más tibio que en anteriores ocasiones, lo que en parte se atribuye a las peculiaridades de la recesión precedente (véase recuadro II.2). Con un crecimiento del producto inferior al potencial, las presiones inflacionistas estuvieron, en general, contenidas, a pesar del encarecimiento del petróleo, de modo que la tasa de inflación se redujo, en media anual, del 2,8% en 2001 al 1,6% en 2002.

Por componentes de demanda (véase gráfico II.4), aparte del repunte técnico de las existencias en el primer trimestre, durante el pasado año el crecimiento se sustentó fundamentalmente en el dinamismo del consumo privado, que creció un 3,1%. A su favor actuaron los impulsos procedentes de unas políticas fiscales y monetarias muy expansivas, que facilitaron, por un lado, un avance significativo de la renta personal y, por otro, el reembolso de una parte del capital inmobiliario, en un marco de tipos de interés hipotecarios más reducidos e incrementos de los precios de la vivienda. Estos factores tendieron a contrarrestar el impacto desfavorable que sobre el gasto de las familias tuvieron el deterioro de la confianza, la caída de las bolsas y el descenso del empleo.

Por el contrario, la formación bruta de capital fijo tuvo una aportación negativa al crecimiento, en un ejercicio marcado por las poco favorables perspectivas acerca de los beneficios de las empresas, los recelos suscitados sobre los mecanismos de gobierno y control de las grandes sociedades y, en general, las tensiones políticas internacionales. Finalmente, el sector exterior también contribuyó a reducir el crecimiento, al verse dificultadas las exportaciones por la debilidad de la situación económica en el resto del mundo, a pesar de la depreciación del dólar en términos efectivos.

La política monetaria continuó teniendo un tono muy acomodante durante 2002. La ausencia de riesgos inflacionistas permitió a la Reserva Federal mantener el tipo de interés objetivo en el 1,75% desde principios de año y, en noviembre de 2002, reducirlo hasta el 1,25%, ante los signos evidentes de desaceleración de la actividad. La proximidad de los tipos de interés al nivel cero, en unas condiciones de tasas de inflación reducidas y riesgos a la baja sobre el crecimiento, ha suscitado cierta inquietud respecto al limitado margen de maniobra del que actualmente dispondrían las autoridades monetarias para contrarrestar los efectos negativos derivados de una posible materialización de dichos riesgos.

La política fiscal expansiva, que se inició con los recortes impositivos de 2001 y continuó con el paquete de estímulo introducido en marzo del pasado año, se tradujo en un rápido y considerable deterioro de las cuentas públicas, que pasaron de un superávit del 1,2% del PIB en 2000 a un déficit del 3,6% en 2002. En 2003, con las medidas, recientemente aprobadas, de reducción de los impuestos sobre dividendos y ganancias de capital y de adelanto a este año de los recortes impositivos previstos inicialmente para años posteriores, así como el gasto militar en Irak, se espera que el déficit sobrepase ampliamente el de 2002. En cualquier caso, el problema más importante que presentan las finanzas públicas es el de su sostenibilidad a largo plazo. En este sentido, las recientes medidas de estímulo reforzarían las presiones derivadas de los mayores gastos sanitarios y en pensiones y podrían inducir un incremento en los déficit futuros y subidas en los tipos de interés a largo plazo, así como dificultar el ajuste de la balanza de pagos. A su vez, debe subrayarse que las normas legislativas que, en la década anterior, consiguieron limitar los aumentos de gasto al crecimiento del PIB nominal ya no están en vigor y no se vislumbra la posibilidad de su restablecimiento, lo que dificulta aún más el control del déficit público en el futuro.

Un elemento favorable en la recuperación fue el continuado avance de la productividad, que creció un 4,8% en 2002, apoyado tanto en los aumentos del volumen de producción, en parte resultado de las mejoras tecnológicas introducidas en años precedentes, como en la flexibilidad de los ajustes de plantillas en las empresas (véase gráfico II.4). Aunque el aumento de la productividad tuvo un claro componente cíclico durante el pasado año, es, en todo caso, especialmente destacable si se considera que la media de los últimos veinte años ha estado en torno al 2% y que, in-

Características de la recuperación actual en los Estados Unidos

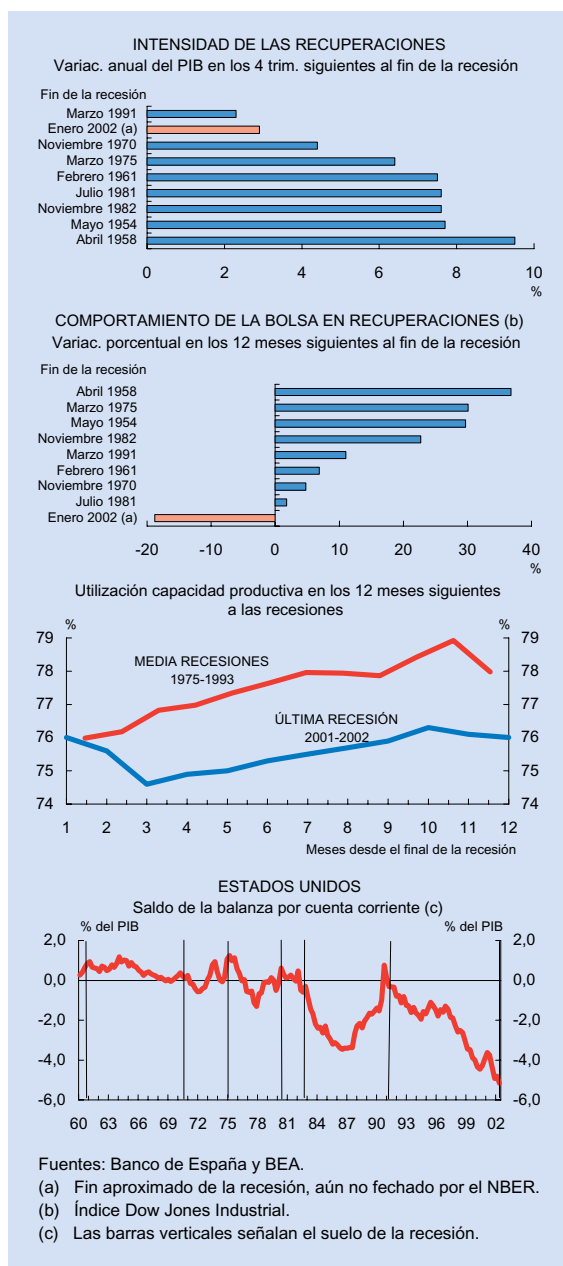
La actual recuperación de la economía estadounidense presenta unas características propias que la distinguen de recuperaciones anteriores y que tienen su origen en la peculiar forma en que se gestó la recesión en 2001 y en la reacción de las autoridades a esta. La recesión comenzó después de la fase alcista más larga de la posguerra, que duró diez años: de marzo de 1991 a marzo de 2001 (según el National Bureau of Economic Research). Esta fase alcista vino acompañada de una burbuja especulativa bursátil también sin precedentes. El estallido de la burbuja, el derrumbe de los beneficios empresariales y el fuerte ajuste a la baja del exceso de capacidad productiva acumulado estuvieron entre los principales desencadenantes de la recesión de 2001. A estas características hay que añadir las incertidumbres geopolíticas que han estado presentes a lo largo de la recuperación y que se han reflejado durante el pasado año en el aumento de los precios del petróleo y en la volatilidad de los mercados financieros.

A diferencia de anteriores recuperaciones, caracterizadas por un fuerte repunte del PIB en el año siguiente al fin de la recesión, en esta ocasión el PIB ha mostrado un crecimiento mucho más moderado, tan solo superior al que se produjo tras la recesión de 1991 (véase gráfico). Además, la bolsa ha mantenido una clara tendencia a la baja, cuando lo normal en esta fase alcista hubiera sido una subida de la misma (véase gráfico). La pérdida de riqueza que ha supuesto la caída de la bolsa ha sido un lastre para el consumo, pero este ha podido mantener un ritmo positivo por el apoyo de políticas monetarias y fiscales muy expansivas, así como por las refinanciaciones de hipotecas en mejores condiciones, gracias a los tipos de interés históricamente bajos y a la fuerte revalorización de los inmuebles.

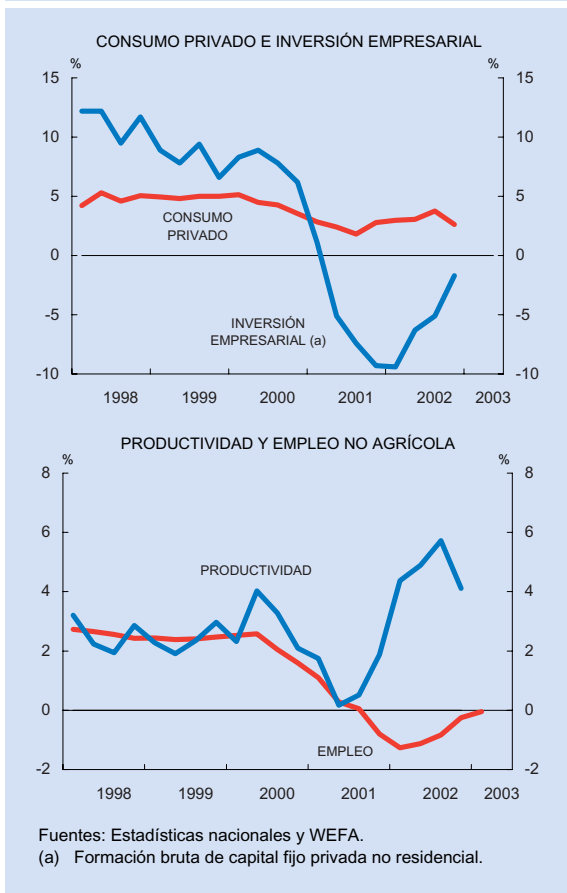
El evidente exceso de capacidad productiva ha condicionado la reacción de la inversión empresarial, que cayó fuertemente en la recesión y solo al cabo de nueve trimestres recuperó tasas ligeramente positivas de avance. Esta lentitud se ha visto reforzada por la necesidad de llevar a cabo procesos del saneamiento financiero en las empresas, así como por los factores de incertidumbre antes mencionados. En el gráfico puede verse la posible influencia, en la falta de recuperación de la inversión, de la muy baja utilización de capacidad productiva de esta fase cíclica, comparada con la media de las fases cíclicas similares del período 1975-1993. Por otro lado, hay evidencia sólida de que la aplicación de nuevas tecnologías y la capacidad de ajuste de plantillas han seguido teniendo efectos duraderos sobre la productividad, que ha mostrado elevados aumentos, inusuales en fases similares de ciclos anteriores. Así, el incremento de productividad medio en los cuatro primeros trimestres de la recuperación fue del 4,8%, muy similar al 4,7% medio registrado en igual período de las recuperaciones habidas entre 1954-1970 (años de gran crecimiento de esta variable), y superior al 3,2% registrado en las fases expansivas ocurridas entre 1970-1991. Por su parte, el empleo aún no ha recuperado tasas positivas de crecimiento en este ciclo, lo que se compara con un aumento medio del 2,1% en las fases de recuperación del período 1954-1991.

Al contrario que en otras fases de recesión, el déficit exterior apenas se corrigió en 2001 y posteriormente ha seguido batiendo récords históricos (véase gráfico). Tras este aumento de los desequilibrios están, en la fase de desaceleración, el fuerte aumento del consumo y, más recientemente, el paso del superávit al déficit público.

Finalmente, aunque en determinadas áreas del sector financiero (como los seguros o las agencias semi-gubernamentales hipotecarias) se ha detectado un aumento de la fragilidad, en esta recesión la inestabilidad de los mercados —especialmente, las fuertes caídas en la bolsa— no se ha traducido en problemas bancarios, como muestran las diversas *ratios* de capital y riesgo. Esta resistencia del sector bancario estaría relacionada con el desarrollo y ampliación de nuevos mercados de titulización del crédito y transmisión de riesgos, lo que ha permitido difundir y canalizar los riesgos hacia los agentes más dispuestos a asumirlos. Con todo, la *ratio* de deuda sobre renta disponible de las familias ha alcanzado un 110%, que es un récord histórico y puede condicionar el crecimiento futuro del consumo.



Estados Unidos. Indicadores sector real
Tasas de variación interanual



cluso en el período fuertemente expansivo de la segunda mitad de la década de los años noventa, no rebasó en ningún ejercicio el 3% en media anual. La evolución de la productividad en los últimos años permite, pues, mantener un cauto optimismo sobre el potencial de crecimiento del PIB.

En el lado negativo, en un contexto de debilidad internacional, el relativamente mayor impulso de la demanda interna propició el agravamiento de algunos desequilibrios internos y del déficit exterior de la economía norteamericana, que apenas se habían corregido en la fase recesiva, en contra de la pauta habitual. Así, pese a que la tasa de ahorro privado se recuperó ligeramente, el aumento del crédito hipotecario situó el endeudamiento de las familias en máximos históricos. Los reducidos tipos de interés han contenido hasta el momento la carga financiera de la deuda, pero este elevado endeudamiento incrementa la vulnerabilidad ante posibles subidas de los tipos de interés, ante una evolución más adversa del empleo y de las rentas salariales, o ante una corrección de los precios de la vivienda. Por otro

lado, el rápido deterioro del déficit público contribuyó al aumento del déficit por cuenta corriente, que se situó en el 4,8% del PIB. En años anteriores, este desequilibrio exterior se financió con holgura, gracias a los flujos de capital atraídos por la elevada rentabilidad de la inversión en activos norteamericanos, pero en el pasado año se detectaron signos de un cambio en la composición de las entradas de capitales, con un aumento de las colocaciones a corto plazo y en títulos públicos, en detrimento de la inversión directa y la adquisición de títulos privados de renta fija y variable. En ausencia de una recomposición de los ritmos de expansión de la demanda en los Estados Unidos y en sus socios comerciales, el continuado aumento de la posición deudora neta frente al resto del mundo aumenta la presión para que la corrección del déficit exterior tenga lugar a través de un ajuste del tipo de cambio del dólar, lo que, a su vez, suscita cierta preocupación, por cuanto tendría un impacto contractivo sobre las economías del resto del mundo, en unos momentos en que muchas de ellas mantienen ritmos reducidos de actividad.

II.2.2. Japón

La economía japonesa continuó en un estado de estancamiento y deflación en 2002, mientras que apenas se avanzó en la resolución de la crisis del sector bancario. El crecimiento del PIB fue de solo el 0,3% —muy similar al 0,4% de 2001—, pese a la aportación positiva de la demanda externa (véanse cuadro II.1 y gráfico II.5). La demanda interna, que partía de tasas de variación negativas, experimentó una reactivación hasta el tercer trimestre, pero tendió a estancarse desde entonces. El consumo privado creció moderadamente, con cierta tendencia a la desaceleración en la última parte del año, debido a la delicada situación del mercado de trabajo y a la caída de los salarios, en tanto que se produjeron fuertes descensos anuales de la inversión privada y pública. Por el contrario, las exportaciones de bienes y servicios crecieron de forma notable, lo que permitió cierta mejoría en la producción industrial y contribuyó a ampliar el superávit de las balanzas comerciales y por cuenta corriente.

Las intensas presiones deflacionistas continuaron durante todo el año y los precios de consumo registraron un descenso del 0,9%. En estas condiciones, el Banco de Japón mantuvo su política monetaria de tipos de interés cero acompañada de objetivos de expansión de la liquidez, iniciada en marzo de 2001.

Durante el pasado año elevó en tres ocasiones el objetivo de inyección de liquidez y aumentó también gradualmente las compras mensuales de deuda pública a largo plazo en el mercado secundario. Pese a que la base monetaria creció un 20% en el año, la oferta monetaria solo lo hizo a un ritmo del 2% y el crédito bancario registró una caída por quinto año consecutivo, lo que evidencia el inadecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria (véase gráfico II.5), en un contexto de fuerte resistencia del sistema bancario a la concesión de financiación al sector privado, dada la delicada situación de las carteras crediticias y las serias dificultades por las que atraviesan las empresas.

Ante la persistencia de los graves problemas del sector bancario, el Banco de Japón anunció en septiembre un cuantioso plan de compra de acciones en poder de los bancos directamente a las propias entidades y, en principio, a precios de mercado, a lo largo de un período de dos años. Por su parte, el ejecutivo prorrogó por dos años más la garantía plena de los depósitos a la vista para las entidades bancarias que fueron declaradas en crisis y, tras dilatar el proceso de inspecciones extraordinarias de las entidades de crédito durante más de un año, presentó en octubre pasado un nuevo plan de saneamiento bancario, que pretende reforzar y acelerar el proceso de eliminación de activos incobrables. Sin embargo, no se han concretado todavía sus objetivos cuantitativos ni se ha propuesto un esquema claro de aplicación temporal a las entidades bancarias, lo que ha suscitado nuevas dudas respecto al ritmo al que finalmente se acometerán las necesarias reformas.

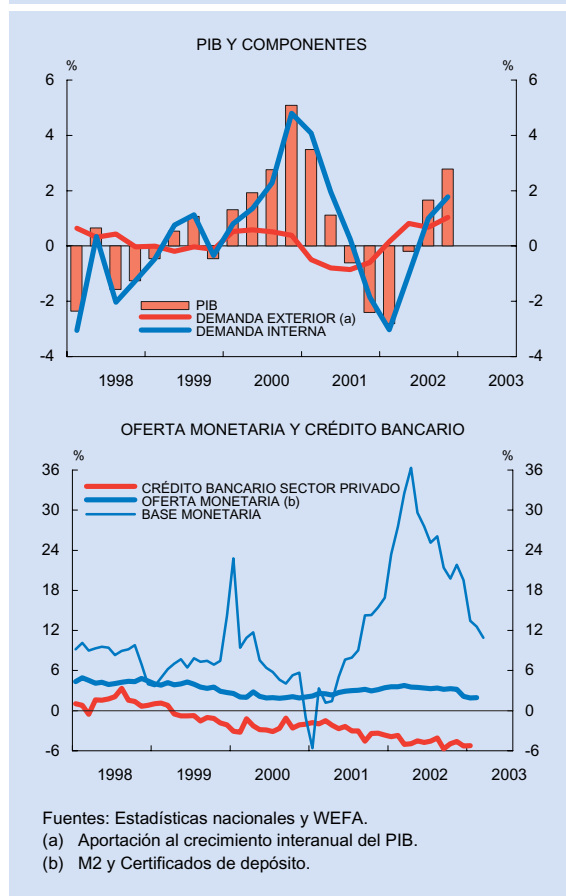
Finalmente, también la situación de las finanzas públicas continuó deteriorándose durante el pasado ejercicio, toda vez que el déficit público se amplió hasta el 7,7% del PIB, pese a los planes de consolidación presupuestaria a medio plazo elaborados por el gobierno, que, por otra parte, ha suspendido temporalmente el techo de 30 billones de yenes al volumen anual de nuevas emisiones de deuda pública, por el deterioro de la situación de la economía y del contexto mundial. De esta forma, la deuda pública habría alcanzado la preocupante cifra del 154% del PIB.

II.2.3. Otras economías desarrolladas

El crecimiento económico en 2002 en otras economías desarrolladas fue relativamente elevado, en

GRÁFICO II.5

Japón. Indicadores sector real Variación interanual



particular las de algunos países anglosajones, como el Reino Unido, Canadá, Australia o Nueva Zelanda, pero también en los países nórdicos. Al igual que en Estados Unidos, en estos países concurrió una serie de factores que favorecieron la resistencia del consumo privado, entre los que cabe destacar los efectos de unas políticas monetarias expansivas y, en los casos del Reino Unido o Australia, la fuerte subida de los precios de la vivienda. Además, la situación bastante saneada de sus finanzas públicas permitió a estos países llevar a cabo políticas fiscales expansivas, con incrementos del gasto público o reducciones de impuestos, que contribuyeron al sostenimiento de la renta disponible de los consumidores.

El caso particular del Reino Unido muestra cómo la acentuación de algunos desequilibrios, como el elevado endeudamiento de las familias y el fuerte incremento de los precios de la vivienda, permitió sostener el consumo privado y el crecimiento económico, si bien dio lugar también a problemas de política económica. Así, la política monetaria del Banco de Inglaterra se enfrentó al dilema de reducir

los tipos de interés, ante la debilidad de la demanda externa y del sector industrial, o mantener un cierto tensionamiento monetario, para no seguir alimentando el aumento del crédito y el crecimiento de los precios de la vivienda. En ese contexto, el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés oficial en el 4% durante todo el año 2002, hasta que, en febrero de 2003, lo redujo al 3,75%, ante los signos evidentes de debilidad del crecimiento económico.

En los otros dos países de la UE que no son miembros del área del euro, Suecia y Dinamarca, tuvo lugar una moderada recuperación económica respecto a 2001, gracias al apoyo del consumo privado y público, fundamentalmente, mientras que las tasas de inflación se mantuvieron estables ligeramente por encima del 2%. Los superávits fiscales fueron inferiores a los de 2001, principalmente a causa de recortes impositivos, pero las finanzas públicas siguieron mostrando saldos positivos.

II.3. LOS MERCADOS FINANCIEROS DE LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

La evolución de los mercados financieros en las principales economías fuera de la zona del euro durante el pasado año no solo reflejó las fuertes incertidumbres que planearon sobre la situación económica internacional, sino que incidió sobre esta última a través del impacto que las variaciones de los precios y cantidades de los activos financieros tuvieron en las decisiones económicas de los agentes, menos predisuestos que en el pasado a asumir cuotas elevadas de riesgo.

Tras la corrección iniciada en el ejercicio precedente, los mercados de renta variable continuaron sufriendo fuertes pérdidas en el año 2002 (véase gráfico II.2). Además, las bolsas internacionales se movieron con un elevado grado de sincronización, a excepción del mercado japonés, que reaccionó más a factores propios, en especial a las medidas adoptadas por las autoridades para hacer frente al persistente problema de deflación y a la crisis del sector bancario, y cerró el año con una caída del 19%, inferior a la de otros mercados desarrollados. La bolsa norteamericana registró un descenso en torno al 23% en el conjunto del año en los índices generales, y superior al 30% en los índices tecnológicos. Respecto a marzo de 2001, fecha en la que marcó su

nivel máximo, el índice general perdió en torno a un 40% de su valor, y más de dos tercios el índice tecnológico. Tras esta corrección, la relación entre las cotizaciones y los beneficios de las empresas se sitúa en niveles más acordes con sus medias históricas, aunque todavía superiores, si bien es posible que, tras los escándalos en los estados financieros públicos de las sociedades, las cifras recientes de beneficios empresariales sean más realistas que en el pasado, lo que podría quizás justificar una relación entre precios y beneficios algo más elevada.

La evolución de los mercados bursátiles en 2002 acusó una elevada volatilidad. A la incertidumbre política internacional que siguió a los atentados del 11 de septiembre y que continuó con el conflicto militar en Afganistán y, en la segunda parte del pasado año, con la escalada de la tensión con Irak, se sumó la incertidumbre económico-financiera, por la desconfianza en el gobierno de las empresas y en la veracidad de sus informaciones contables y las propias dudas sobre el curso de la recuperación, su vigor y la evolución de los beneficios.

La crisis de empresas como Enron Corporation (a finales de 2001), WorldCom, Consec o Global Crossing, entre otras, todas ellas con volúmenes de activos muy elevados en el momento de su situación concursal, desencadenó una profunda desconfianza sobre las informaciones de los estados financieros públicos de las empresas, que en gran medida habían soportado la sobrevaloración anterior de las bolsas, y sobre la independencia de auditores y bancos de inversión, al tiempo que puso en tela de juicio lo adecuado de la regulación contable y de la información suministrada a los mercados. El caso de Enron, en particular, tuvo también consecuencias negativas sobre el funcionamiento de algunos mercados financieros, debido al papel dominante que esta empresa había desempeñado en la negociación de algunos derivados financieros e instrumentos de cesión de riesgo.

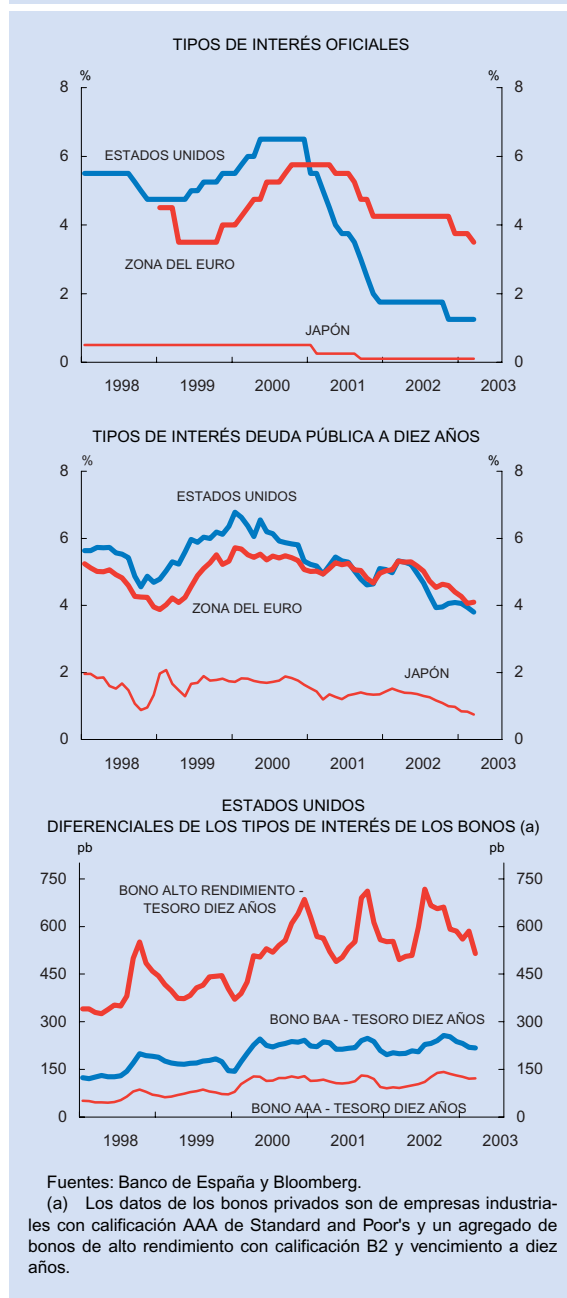
Durante el pasado año, los mercados de renta fija soberana registraron una significativa tendencia al alza en sus precios y a la baja en sus rentabilidades (véase gráfico II.6). En el caso de Estados Unidos, el tipo de interés a diez años se situó, en mayo de 2003, en torno al 3,6%, el nivel mínimo en los últimos 40 años, frente a niveles superiores al 5% a inicios del 2002. Este significativo descenso estuvo asociado, en cierta medida, a la caída de los tipos de interés a corto plazo, en un marco de tasas de

inflación estables en torno a niveles moderados, a las expectativas de una recuperación económica menos vigorosa y, sobre todo, al papel de activo-refugio que desempeñó la deuda soberana, ante el mal comportamiento de la renta variable y la mayor percepción del riesgo por parte de los inversores, que se desplazaron hacia activos más seguros y líquidos. La correlación, anormalmente elevada, entre los movimientos de los tipos de interés a largo plazo y los precios de las acciones, entre otros indicadores, sustentaría esta explicación de la subida de los precios de los bonos públicos, a pesar del deterioro de las finanzas públicas que, como ya se ha mencionado, tuvo lugar en algunos de los principales países desarrollados y, principalmente, en los Estados Unidos.

Los diferenciales de los bonos emitidos por las empresas frente a los bonos públicos experimentaron notables altibajos durante el conjunto del año, si bien se mantuvieron en torno a niveles elevados. Tras repuntar en los meses de octubre y noviembre, en diciembre y durante los primeros meses de 2003 se registró una reducción significativa en los diferenciales. El comportamiento de los bonos de peor calificación crediticia fue, en general, más volátil que los de más calidad.

En 2002 ciertos segmentos del sistema financiero global mostraron signos de fragilidad. En algunos países, los fondos de pensiones de prestación definida se vieron negativamente afectados por la caída de la renta variable, donde tenían colocada una parte importante de sus activos. Las compañías de seguros y reaseguros, uno de los sectores que sufrió más directamente el impacto negativo del 11 de septiembre, se vieron perjudicadas también por la caída de las bolsas, aunque este efecto tendió a concentrarse en algunos países europeos, que son sede de algunas de las compañías de mayor tamaño. En Estados Unidos constituye también un motivo de preocupación la elevada exposición al riesgo de crédito y de tipos de interés de las dos instituciones semi-gubernamentales (Fannie Mae y Freddie Mac) que ofrecen liquidez al mercado hipotecario, mediante la adquisición a los prestamistas de los créditos otorgados y su financiación a través de la emisión de deuda. En estas circunstancias, la solidez de los sistemas bancarios en la mayoría de los países desarrollados resulta adecuada, aunque la situación en algunos países, como Japón, es preocupante. En conjunto, el sistema financiero global, cuya fortaleza contribuyó poderosamente a que la recesión de 2001 fuera más corta

Economía internacional
Tipos de interés



y suave de lo habitual, continúa mostrando una notable capacidad para hacer frente a las perturbaciones adversas experimentadas, si bien los elementos de fragilidad señalados aconsejan mantener una actitud vigilante y de cautela por parte de las autoridades.

Finalmente, en los mercados de divisas el año 2002 se caracterizó por la significativa depreciación del dólar, que en términos efectivos nominales perdió en torno a un 8% de su valor (véase gráfico II.3).

Esta depreciación, más acusada frente al euro (33% entre diciembre de 2001 y mayo de 2003) que frente al yen (10% en el mismo período), es acorde con el movimiento que cabe esperar ante las posiciones de las balanzas corrientes de las tres principales áreas. No obstante, la relativa fortaleza del yen —que las autoridades japonesas han intentado atemperar en algunos períodos mediante intervenciones en los mercados de divisas— supone una dificultad adicional para la corrección de las presiones deflacionistas en Japón. Por otra parte, la elevada dependencia de la economía internacional respecto de la recuperación americana hace que el movimiento a la baja del dólar suscite cierta inquietud, por lo que supone de desviación de la demanda mundial hacia la economía americana, en unos momentos en los que no parece que las economías del resto del mundo puedan sustituir fácilmente la reducción de las exportaciones hacia los Estados Unidos por una mayor demanda interna.

II.4. LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

En el año 2002, las economías emergentes mantuvieron, en conjunto, un tono algo más dinámico que en el ejercicio precedente, si bien la situación fue muy desigual en unas zonas y otras. Así, mientras que los países del sur y del este de Asia aceleraron sus ya elevadas tasas de crecimiento y los países candidatos a la entrada en la Unión Europea lograron mantener sus ritmos de actividad en tasas solo ligeramente inferiores a las de 2001, América Latina, en conjunto, tuvo una tasa de crecimiento negativa (véase cuadro II.2).

Dadas las conexiones existentes entre la cuantía y composición de los flujos internacionales de capitales y la situación de las economías emergentes, resulta obligado referirse a la trayectoria seguida por dichos flujos a lo largo de 2002 (véase gráfico II.7).

Por lo que se refiere a su cuantía global, la contención de la caída de los préstamos bancarios contribuyó a que el total de flujos de capital privados hacia las economías emergentes registrase un aumento respecto a 2001, pese a que sus otros dos componentes evolucionaron de forma muy distinta: la inversión extranjera directa se redujo significativamente y la inversión en cartera siguió siendo negativa, aunque algo menos que el año precedente. Resulta destacable, asimismo, la fuerte reducción expe-

rimentada por los flujos oficiales, desde casi 40.000 millones de dólares en 2001 a 25.000 millones de dólares en 2002.

Por su parte, la distribución por regiones de los flujos de capital privados evidenció una reasignación en favor de los países emergentes de Asia y de las economías en transición, en detrimento de América Latina. En particular, los flujos privados hacia Asia —la mayor parte con destino a China— prácticamente cuadruplicaron los del año anterior, mientras que en las economías de Europa central y del este casi se duplicaron; por el contrario, en Latinoamérica se redujeron a la mitad. Resulta significativo que, tanto en Asia como en Europa central y del este, el aumento de los flujos haya tenido un perfil parecido, con un crecimiento mayor de la inversión extranjera directa que de la inversión en cartera —especialmente en Asia— y con una contribución positiva de los préstamos bancarios. En América Latina, en cambio, destaca la reducción a casi la mitad de la inversión extranjera directa, que es el componente de la balanza de capitales que se había mostrado más dinámico en años anteriores. Estas diferencias entre regiones también se reflejaron en la distinta evolución de los indicadores financieros (véase gráfico II.8).

II.4.1. América Latina

Las crisis económicas, las tensiones políticas y las dificultades de acceso a los mercados financieros internacionales confluyeron en el año 2002 en América Latina. A pesar de que los problemas económicos fueron bastante generalizados y aunque hubo episodios de contagio —de Argentina a sus vecinos más pequeños y de Brasil a buena parte de los países del área, en vísperas de las elecciones—, es dudoso que se pueda hablar de una auténtica crisis regional, ya que la mayoría de los problemas que fueron aflorando en el transcurso del año tuvieron un trasfondo marcadamente nacional. No obstante, el desenlace de la crisis argentina contribuyó, sobre todo en la primera parte del año, a sensibilizar a los inversores internacionales respecto a la posible reversión de los procesos de reforma en la región.

A partir de los datos de las ocho principales economías, se estima que la zona experimentó en 2002 una caída del producto del 0,8% del PIB, el peor registro desde 1983 (véase cuadro II.2). Incluso si se excluyen las caídas de la actividad en los países inmersos en graves crisis económicas, como Argen-

Países con mercados emergentes. Principales indicadores macroeconómicos

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
PIB (a):							
Asia							
Corea del Sur	6,8	5,0	-6,7	10,9	9,3	3,0	6,1
China	9,6	8,8	7,8	7,1	8,0	7,3	8,0
India	7,5	5,0	5,8	6,7	5,4	4,1	5,0
Países candidatos a la UE							
Hungria	1,3	4,6	4,9	4,2	5,2	3,8	3,3
Polonia	6,0	6,8	4,8	4,1	4,0	1,0	1,3
Rep. Checa	4,3	-0,8	-1,0	0,5	3,3	3,3	1,9
Rusia	-1,0	1,8	-4,9	5,4	9,0	5,0	4,3
América Latina							
Argentina	5,5	8,1	3,8	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9
Brasil	2,7	3,3	0,1	0,8	4,4	1,4	1,5
Méjico	5,2	6,8	5,0	3,6	6,6	-0,3	0,9
INFLACIÓN (b):							
Asia							
Corea del Sur	4,9	4,4	7,5	0,8	2,3	4,1	2,7
China	8,3	2,8	-0,8	-1,4	0,4	0,7	-0,7
India	9,0	7,2	13,2	4,7	4,0	3,8	4,3
Países candidatos a la UE							
Hungria	23,5	18,3	14,3	10,0	9,8	9,2	5,3
Polonia	19,9	14,9	11,8	7,3	10,1	5,5	1,9
Rep. Checa	8,8	8,5	10,6	2,1	3,9	4,7	1,8
Rusia	47,9	14,7	27,8	85,7	20,8	20,7	16,0
América Latina							
Argentina	0,2	0,5	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	25,9
Brasil	15,8	6,9	2,5	4,9	7,1	6,8	8,4
Méjico	34,4	20,6	15,9	16,6	9,5	6,4	5,0
SALDO SECTOR PÚBLICO (c):							
Asia							
Corea del Sur	1,0	-0,9	-3,8	-2,7	2,5	3,2	
China	-0,8	-0,8	-1,2	-2,1	-2,8	...	
India	-8,1	-8,7	-8,5	-9,6	-11,2	-10,8	
Países candidatos a la UE							
Hungria	-3,1	-4,5	-6,3	-3,7	-3,4	-4,5	
Polonia	-2,5	-1,3	-2,4	-2,0	-3,5	-3,9	
Rep. Checa	0,9	-1,9	6,6	-1,6	-4,2	-7,0	
Rusia	-7,9	-7,0	-5,0	-1,7	4,3	2,0	
América Latina							
Argentina	-2,5	-1,5	-1,4	-2,6	-2,4	-3,0	-1,5
Brasil	-5,9	-6,3	-7,9	-10,0	-4,6	-5,2	-10,3
Méjico	-0,3	-1,4	-1,2	-1,3	-1,1	-0,7	-1,2
BALANZA CUENTA CORRIENTE (c):							
Asia							
Corea del Sur	-4,4	-1,7	12,7	6,0	2,7	2,0	1,5
China	0,9	4,1	3,3	1,6	1,9	1,7	
India	-1,7	-1,2	-1,4	-1,0	-0,9	0,0	
Países candidatos a la UE							
Hungria	-3,8	-2,1	-4,9	-4,4	-2,9	-2,1	-5,3
Polonia	-2,3	-4,0	-4,4	-8,1	-6,3	-3,0	-3,3
Rep. Checa	-7,1	-6,7	-2,4	-2,8	-5,3	-4,6	-4,2
Rusia	2,9	0,8	0,8	12,4	17,4	11,3	
América Latina							
Argentina	-2,4	-4,1	-4,9	-4,2	-3,1	-1,8	2,9
Brasil	-3,0	-4,2	-4,2	-4,8	-4,1	-4,6	-1,7
Méjico	-0,8	-1,9	-3,8	-2,9	-3,1	-2,9	-2,7

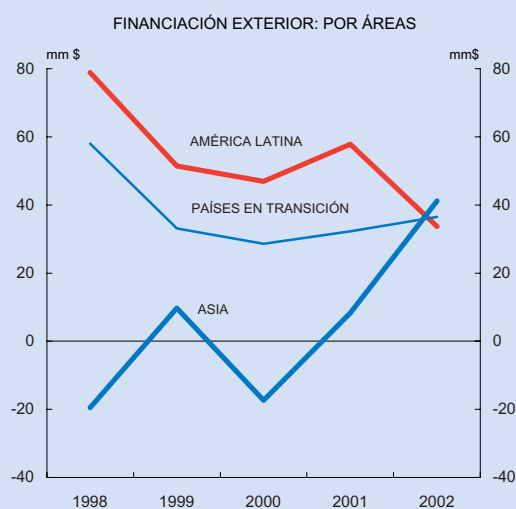
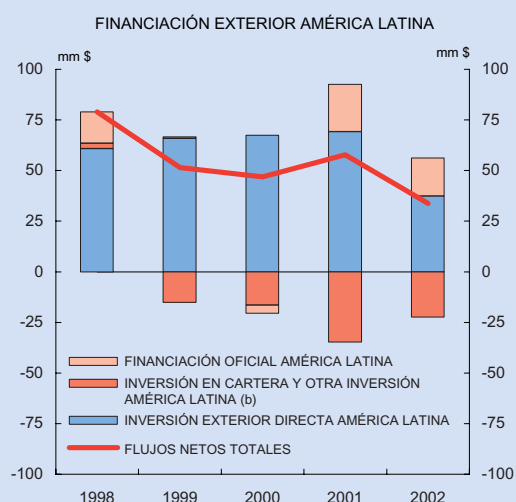
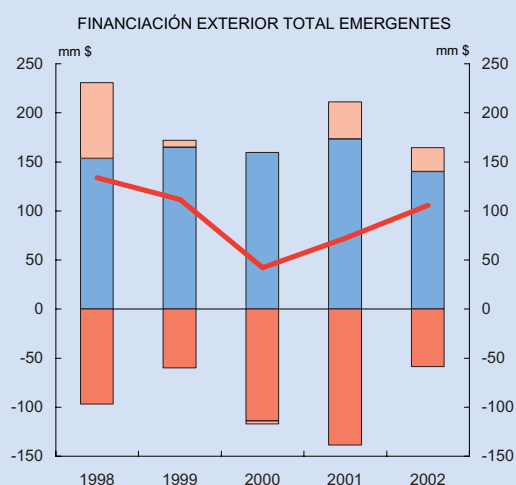
Fuentes: FMI y estadísticas nacionales.

(a) Tasa de variación interanual.

(b) Media anual de la tasa de variación de los precios de consumo.

(c) Porcentaje del PIB.

Mercados emergentes. Financiación exterior (a)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.
 (a) Flujos netos totales de capital, en miles de millones de dólares.
 (b) Incluye los préstamos bancarios.

tina, Uruguay y Venezuela, con descensos del PIB de entre el 10% y el 20%, el crecimiento económico en el resto del área apenas habría alcanzado el 1,6% en 2002, frente al 0,8% del año precedente. Se observa, no obstante, un cierto repunte de la actividad en la mayoría de los países en los últimos meses de 2002 y en el período transcurrido de 2003.

La débil coyuntura económica en la zona, las dificultades para el servicio de la deuda o para su renegociación en algunos países y el temor a que se llevaran a cabo políticas populistas en otros, provocaron un retraimiento de los flujos de capitales privados. En estas circunstancias, el mantenimiento de los flujos oficiales, en buena medida canalizados a través de programas de apoyo del FMI, palió los efectos de la sequía de flujos privados.

Las crisis experimentadas por algunos países y las dificultades de financiación externa de la mayoría de ellos llevaron a fuertes ajustes de las balanzas por cuenta corriente, que pasaron de un déficit conjunto del 3,1% en 2001 a una situación cercana al equilibrio en 2002. El mecanismo de ajuste exigió, por lo general, una acusada depreciación de los tipos de cambio frente al dólar, tanto más destacable por haberse producido en un período de acusada debilidad de la divisa americana, que generó ganancias importantes de competitividad. Este ajuste de la balanza comercial vino inducido, primero, por la contracción de las importaciones y, más recientemente, también por la expansión de las exportaciones. De hecho, el sector exterior fue, con mucha diferencia, el componente más dinámico de la demanda, con una contribución de tres puntos al crecimiento del PIB de la zona, lo que permitió que el retraimiento de la demanda interna (cuya aportación al aumento del PIB fue de -3,7 puntos) no provocara una caída mayor del producto.

No obstante, el efecto benéfico de las depreciaciones cambiarias sobre el saldo comercial fue, en parte, contrarrestado por la presión sobre la posición neta exterior, que en la mayoría de los países latinoamericanos es fuertemente deudora y está denominada en moneda extranjera. Como se explica en el recuadro II.3, en estas circunstancias las devaluaciones entrañan un incremento de la carga financiera presente y futura para el país deudor, que refuerza la magnitud de la depreciación requerida para un ajuste dado de la balanza por cuenta corriente. El aumento del servicio de la deuda externa derivado de estas devaluaciones ha suscitado

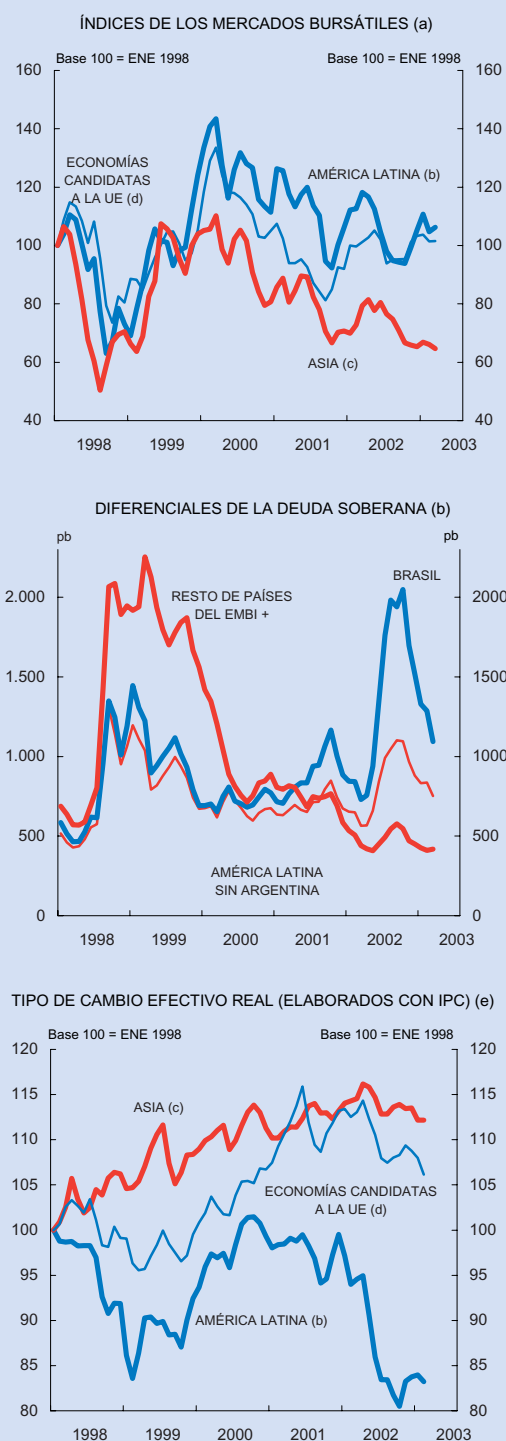
dudas sobre su sostenibilidad en algunos países y ha limitado seriamente el margen para llevar a cabo políticas fiscales anticíclicas.

Las fuertes depreciaciones acumuladas también han tenido efectos desfavorables sobre la evolución de los precios. A pesar de que la traslación del tipo de cambio a los precios internos ha sido relativamente reducida, en un marco de debilidad de la demanda, la inflación ha repuntado a partir del tercer trimestre, en algunos casos con virulencia, lo que ha impedido el cumplimiento de los objetivos de inflación en algunos países, como Méjico, Colombia y, sobre todo, Brasil. En un entorno de turbulencias financieras y debilidad de la demanda interna, las políticas monetarias no reaccionaron en principio al deterioro de las expectativas de inflación, e incluso en algunos países, como Méjico o Colombia, tuvo lugar una relajación monetaria. Sin embargo, en los últimos meses del año 2002 y primeros de 2003, a medida que el desbordamiento de los objetivos se fue haciendo más patente, el tono de la política monetaria ha tendido a endurecerse en un número creciente de países.

Probablemente, el acontecimiento más relevante en 2002 fue el desenlace de la crisis argentina, no solo por su magnitud, sino porque la manera de afrontarla fue especialmente traumática y supuso una ruptura con el modelo de reformas de la década anterior. La defensa de la convertibilidad, en 2001, y la salida de ese régimen, en 2002, trajeron consigo la adopción de numerosas medidas heterodoxas, rupturas de los contratos y conflictos legales, sociales e institucionales, que generaron temores de contagio político a otros países de la región, que, afortunadamente, apenas se han materializado.

La congelación de los depósitos dentro del «corralito», a finales del año 2001, vino seguida del abandono de la convertibilidad, la suspensión de pagos de la deuda externa, la pesificación asimétrica —esto es, a distintos tipos de cambio— de los activos y pasivos bancarios, la congelación parcial de precios y salarios, y la introducción de diversas restricciones financieras y cambiarias. La magnitud de la caída del PIB (10,9% en 2002, 21% acumulada desde 1999) da una idea de la profundidad de la crisis. No se materializaron, sin embargo, los temores a un retorno de la hiperinflación, en parte por la propia depresión de la actividad económica y también por la instauración de un rígido entramado de medidas intervencionistas, con lo que la inflación anual media fue del 26%.

Economías emergentes: indicadores financieros



Fuentes: Banco de España, JP Morgan y Bloomberg.
 (a) Base 100 = enero de 1998. Ponderación con PIB en PPA de los países indicados.
 (b) Argentina, Brasil, Chile, Méjico, Colombia, Venezuela, Perú.
 (c) China, Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán.
 (d) Letonia, Lituania, Estonia, Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.
 (e) Un aumento del índice es una pérdida de competitividad.

La pérdida de confianza de los agentes se vio agudizada, durante la mayor parte del año, por el escaso avance en el proceso de reestructuración económica. Sin embargo, a partir del tercer trimestre la depresión económica comenzó a dar muestras de haber tocado fondo: repuntaron los indicadores de producción y de ventas, comenzaron a aumentar los depósitos bancarios, rebotó el tipo de cambio y las cuentas públicas mejoraron también, aunque con la ayuda del impago de la deuda externa, sobre cuya renegociación apenas se ha avanzado. Esta incipiente, aunque precaria, recuperación, explicable en parte por el muy deprimido nivel de partida, ha facilitado el levantamiento parcial de algunas restricciones económicas y financieras y se ha visto respaldada por el acuerdo transitorio alcanzado con el FMI en enero de 2003. Sin embargo, la incertidumbre institucional persiste, a la espera de las medidas que lleve a cabo el nuevo gobierno.

La grave crisis argentina tuvo un impacto muy negativo sobre algunos pequeños países vecinos: Paraguay, Bolivia y Uruguay. En este último, muy ligado económica y financieramente a Argentina, a través de intensos vínculos comerciales y del importante volumen de depósitos tradicionalmente mantenidos por los residentes argentinos en los bancos uruguayos, el contagio de la crisis argentina fue especialmente evidente. La depreciación de la moneda, las retiradas de los depósitos por los no residentes y la caída de la actividad condujeron a un deterioro del sistema financiero y de la posición fiscal, a pesar del programa de apoyo del FMI.

Las turbulencias financieras de 2002 afectaron de manera especial a Brasil, el país de mayor peso económico en la región. La cercanía de las elecciones y el temor a que el nuevo gobierno pudiera adoptar políticas de carácter heterodoxo generaron, en los meses centrales del año, un movimiento de desconfianza en los mercados financieros internacionales. El consecuente repunte de las primas de riesgo y la depreciación del tipo de cambio deterioraron gravemente las perspectivas de las finanzas públicas, ya que el servicio de la elevada deuda pública es muy sensible a ambas variables, lo que puso en marcha un círculo vicioso, en el que el deterioro de las finanzas públicas y de las variables financieras se alimentaron mutuamente. Esta espiral alcanzó su punto culminante en el verano, lo que motivó la concesión de un nuevo programa de apoyo por parte del FMI. El respaldo del Fondo y, una vez celebra-

das las elecciones, el compromiso de la nueva administración con los principios de mercado y la disciplina económica propiciaron una notable mejoría del clima de los mercados, que ha proseguido en el primer trimestre de 2003. No obstante, las autoridades se enfrentan al formidable reto de elevar el crecimiento del país —actualmente inferior al 2%— para situarlo en línea con su potencial, al tiempo que controlan las presiones inflacionistas, que se han hecho más evidentes a comienzos del presente año y que han sido combatidas con el endurecimiento del tono de la política monetaria.

Chile y Méjico sortearon el ejercicio con dificultades relativamente menores y mantuvieron cierta capacidad de respuesta ante la lentitud de la recuperación, especialmente en el caso de Chile, cuyas políticas monetarias y fiscales fueron las más claramente acomodantes de la zona. No obstante, los resultados económicos en ambos países fueron inferiores a lo que se esperaba al inicio de año, con tasas de crecimiento del 2,1% y 0,9%, respectivamente, atribuible en el caso de Méjico a la vacilante recuperación estadounidense. Por su parte, los flujos de capitales se redujeron, lo que se reflejó en depreciaciones significativas de sus tipos de cambio. En el caso de Méjico, las expectativas inflacionistas derivadas de la debilidad del peso condujeron a un endurecimiento de la política monetaria a principios de 2003. Cabe destacar finalmente, en el caso de Chile, los avances en el ámbito de la liberalización del comercio, que se plasmaron en sendos acuerdos con la Unión Europea y los Estados Unidos.

Dentro del grupo de países andinos, la evolución fue dispar. Mientras que Perú tuvo el mayor crecimiento de la región (5,2%), Colombia experimentó mayores dificultades, en parte relacionadas con la precaria situación fiscal, aunque el reciente programa de ajuste presupuestario y el acuerdo con el FMI permitieron una cierta mejora. Por último, en Venezuela el deterioro de la situación política y social, particularmente en la última parte del año, tuvo un profundo impacto negativo sobre la actividad, a través de la caída de la producción y de las exportaciones de petróleo y de la paralización de la iniciativa privada, de manera que el producto cayó un 8,8% en 2002. El empeoramiento de la situación ha conducido, en los primeros meses de 2003, a la implantación de rígidos controles de cambios y a iniciar un proceso de reestructuración de la deuda pública interna, ante las dificultades del sector público para hacer frente al servicio de la misma.

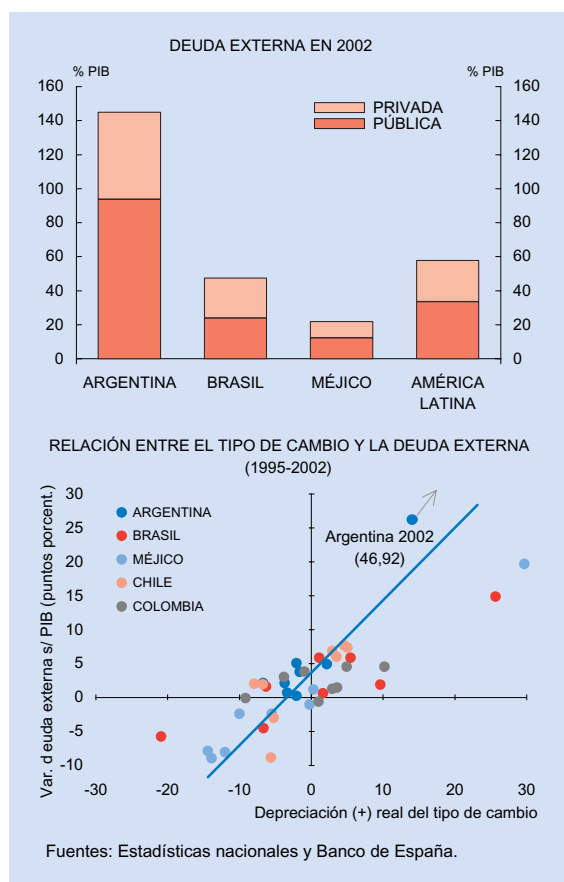
Ajustes cambiarios, dolarización de pasivos y vulnerabilidad en América Latina

Los países latinoamericanos se caracterizan por mantener niveles generalmente elevados de deuda externa, buena parte de la cual corresponde al sector público (véase gráfico). Esta posición deudora tiene uno de sus fundamentos en la existencia de una persistente brecha negativa entre ahorro e inversión, que se traduce en una fuerte dependencia de la financiación exterior, déficit por cuenta corriente y acumulación de pasivos externos. No obstante, la vulnerabilidad de América Latina no se deriva tanto de esta dependencia de los flujos externos como de su historia financiera, abundante en suspensiones de pagos y otras dificultades (1), y que determina, en buena medida, las características de su endeudamiento: primas de riesgo persistentemente elevadas, frenazos bruscos (*sudden stops*) en las entradas de capitales y dificultades para endeudarse a largo plazo y en moneda local. Este último factor conlleva la dolarización de pasivos financieros, que es característica de la zona y que no solo afecta a los pasivos externos, sino también a muchos instrumentos emitidos en el mercado local, en dólares o indicados al dólar, por el sistema bancario, las empresas o el sector público.

La dolarización de pasivos dificulta los procesos de ajuste económico, sobre todo en períodos de turbulencias financieras, como el atravesado el año 2002 y que ha puesto de manifiesto cómo estos elementos de vulnerabilidad afectan al área. Así, la reducción de las entradas de capitales y el encarecimiento de las primas de riesgo han desencadenado un círculo vicioso entre pérdida de confianza, retraimiento de flujos e incremento de primas, que ha obligado a un fuerte ajuste de las cuentas exteriores. Un mecanismo central de este ajuste ha sido habitualmente la depreciación del tipo de cambio, que se justifica teóricamente en los modelos de determinación cambiaria basados en la balanza de pagos. Estos modelos evidencian la relación de largo plazo entre la evolución real del tipo de cambio y la posición exterior: para evitar un deterioro insostenible de la cuenta corriente, los crecientes pagos por intereses derivados de la acumulación de pasivos externos tenderán a ir acompañados de una depreciación del tipo de cambio real que propicie una mejoría de la balanza comercial.

Aunque el retraimiento de los flujos externos haya sido su factor desencadenante inmediato, podría argumentarse que las drásticas depreciaciones cambiarias observadas el año pasado en prácticamente todos los países de América Latina, tanto en términos nominales como reales, podrían responder a un ajuste de este tipo. Las mejoras de la competitividad han permitido generar superávits comerciales y corregir el déficit por cuenta corriente de un modo sustancial, pero, cuando hay dolarización de pasivos, la depreciación cambiaria tiene un efecto negativo sobre la sostenibilidad de la posición financiera externa y también sobre la de los sectores que se endeudan en dólares o a través de instrumentos indicados al dólar, puesto que sus ingresos y activos están denominados, mayoritariamente, en moneda local.

Respecto a la posición externa, la caída de los precios relativos internos inducida por la depreciación del tipo de cambio en términos reales, mayor cuanto más cerrada sea la economía, incrementa de modo sustancial el monto de deuda en términos de la renta nacional. Como se observa en el gráfico, esta es una característica muy marcada en los países latinoamericanos: las depreciaciones reales del tipo de cambio van tradicionalmente acompañadas de incrementos en la *ratio* de deuda sobre PIB y esta relación resulta estadísticamente significativa. El aumento de la deuda externa también tiene implicaciones sobre la dinámica de ajuste del tipo de cambio. Puesto que este impacto negativo de la depreciación sobre la posición exterior también determina una mayor carga de los intereses de la deuda, la magnitud de la depreciación cambiaria necesaria para situar la posición externa sobre una base sostenible tendrá que ser mayor que si no existiera una dolarización significativa de pasivos. Podría incluso darse el caso extremo, en el que el efecto negativo sobre el saldo de deuda contrarrestara el efecto flujo positivo sobre la balanza comercial, de manera que no se corrigieran los desequilibrios externos.



(1) Véase Eichengreen & Hausman (1999), *Exchange rates and financial fragility*, NBER Working Paper, No. 7418.

II.4.2. Los países en proceso de acceso a la Unión Europea

El acontecimiento más relevante para estos países durante el pasado año fue el acuerdo alcanzado en la Cumbre de Copenhague para la entrada en la UE de un primer grupo de diez países en 2004 y la posibilidad de que se integren otros dos en 2007 (véase recuadro II.4).

El crecimiento del PIB real se mantuvo en niveles relativamente altos en la mayoría de los países candidatos en el pasado año, aunque se desaceleró ligeramente respecto a 2001, por la falta de dinamismo de la demanda externa (véase cuadro II.2). En general, la resistencia a desacelerarse mostrada por las economías de estos países ante un entorno internacional adverso se basó en la fortaleza de la demanda interna, sostenida por la entrada de inversión directa extranjera y por políticas fiscales y monetarias expansivas, que impulsaron el consumo. En conjunto, los diferenciales de crecimiento con respecto a la UE se ampliaron ligeramente a favor de este grupo de países en el año 2002. Sin embargo, el grado de convergencia de los niveles de renta *per capita* con la UE en los últimos años siguió siendo limitado —en promedio, el PIB *per capita* de los países candidatos se situó, en términos de la paridad del poder adquisitivo, en torno al 44% de la media de la UE—, lo que sugiere que el proceso de convergencia real continuará probablemente durante bastantes años tras la adhesión a la UE.

Por otro lado, continuaron experimentándose avances significativos en el proceso de desinflación, hasta el punto de que, a finales de año, la tasa media de inflación de los diez países que se incorporarán a la UE en el 2004 era, en general, comparable a la de la zona del euro. Sin embargo, en 2002 tuvieron bastante importancia factores de carácter extraordinario, como la evolución favorable de los precios de los alimentos, algunos retrasos en la desregulación de los precios y la apreciación de los tipos de cambio. Ante la ausencia de presiones inflacionistas y la tendencia a la apreciación de sus monedas, los tipos de interés oficiales tendieron a reducirse en la mayor parte de los países.

Por lo que respecta a las finanzas públicas, durante el pasado año tuvo lugar un deterioro notable en algunos países de la región, de manera que se alcanzaron déficit en torno al 6% del PIB en las tres

mayores economías (Polonia, la República Checa y Hungría). Si se incluyen las medidas extraordinarias de reestructuración empresarial y bancaria, el déficit alcanzó en algunos casos, como Hungría, el 10% del PIB. El deterioro observado se debió, en la mayor parte de los casos, a medidas de naturaleza discrecional. De ahí que, en el futuro, resulte imprescindible que estos países progresen sólidamente en la consolidación fiscal y lleven a cabo la necesaria reestructuración de los gastos, puesto que, por un lado, tendrán que hacer frente a fuertes inversiones y a presiones de gasto crecientes dentro de la UE y, por otro, ya presentan unos déficit por cuenta corriente bastante elevados, que en el futuro podrían ser difíciles de financiar si se limita o detiene la fuerte entrada de flujos de capitales relacionada con las privatizaciones.

Las perspectivas de adhesión a la Unión Europea condicionaron la evolución de los mercados financieros en Europa central y del este, y hasta cierto punto les protegieron de turbulencias como las sucedidas en América Latina, lo que permitió un descenso de los diferenciales soberanos de la deuda externa hasta mínimos históricos. Las bolsas, por su parte, registraron una evolución moderadamente a la baja o estable, mientras que los tipos de cambio de las principales divisas del área mostraron una tendencia a apreciarse frente al euro. En el caso de Hungría, la afluencia masiva de capitales especulativos obligó a intervenir en el mercado de cambios, para defender la banda de fluctuación del $\pm 15\%$ establecida en su régimen cambiario unilateral frente al euro, y a bajar fuertemente los tipos de interés.

En Turquía, país que aspira a integrarse en la UE en un futuro más lejano que los países anteriores, se alcanzó un notable crecimiento del PIB en 2002, del 7,8%, tras la profunda recesión de 2001, con aportaciones importantes de la demanda interna y del sector exterior, favorecido por la fuerte depreciación del tipo de cambio. Los mercados financieros se recuperaron durante la mayor parte del año, gracias al cumplimiento bastante estricto del programa del FMI. Sin embargo, en el segundo semestre se mantuvo la elevada sensibilidad de los mercados —en especial, de los tipos de interés y del tipo de cambio— a los acontecimientos políticos, con un trasfondo de dudas sobre si el esfuerzo fiscal resultaba suficiente para garantizar la sostenibilidad de la deuda y también respecto a la resolución de los problemas del sector bancario.

La ampliación de la Unión Europea

La ampliación de la Unión Europea (UE) contempla actualmente la entrada a medio plazo de hasta trece países, de los cuales diez (Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia y la República Checa) se incorporarán en mayo de 2004 (1), según lo acordado en el Consejo Europeo de Copenhague de diciembre de 2002. Previamente, todos los países deberán ratificar el Tratado de Adhesión, que se firmó en el Consejo Europeo de Atenas de abril de 2003.

Esta ampliación de la UE es la más ambiciosa en términos tanto de número de países como de extensión geográfica y de habitantes (más de 100 millones), así como de diferencias estructurales y de poder adquisitivo entre los actuales miembros y los países candidatos (véase el cuadro adjunto). Por ello, los desafíos a los que se enfrentan estos países, y la UE en su conjunto, son numerosos, aunque también lo son las oportunidades que ofrecerá un mercado único de casi 500 millones de personas.

Entre los principales desafíos que trae consigo la ampliación destaca, en primer lugar, la necesidad de reformar las instituciones y las políticas comunitarias para permitir el funcionamiento de una UE de 25 miembros, reforma que se planteará en la próxima Conferencia Intergubernamental de 2004, sobre la base de las conclusiones que haya alcanzado la Convención Europea. En segundo lugar, la integración económica y social de estos países en la UE requiere que avancen lo más rápidamente posible en los procesos de convergencia nominal y real con los actuales miembros de la UE, especialmente con vistas a la futura adopción del euro. Para ello, será necesario que demuestren un grado satisfactorio de convergencia sostenible, que será evaluado conforme a los criterios de Maastricht que ya se aplicaron a los actuales países miembros. Uno de esos criterios es haber permanecido, durante al menos dos años antes del examen de convergencia, dentro de los márgenes normales de fluctuación que establece el Mecanismo de Tipos de Cambio del Sistema Monetario Europeo (MTC-II), sin que se hayan producido devaluaciones por iniciativa propia ni tensiones graves; por ello, la fecha más temprana en la que estos países podrían cumplir todos los criterios de convergencia es 2006 y la primera posible para la adopción del euro sería 2007. Así, aunque todos los países en adhesión han expresado interés por adoptar el euro cuanto antes, parece claro que el plazo óptimo para hacerlo dependerá del grado de convergencia que hayan logrado en términos nominales y reales.

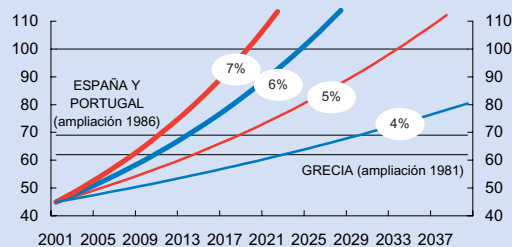
Los avances en la convergencia nominal en estos países han sido sustanciales, hasta ahora, en cuanto al control de la inflación y la reducción de los tipos de interés a largo plazo, pero mucho más desiguales en la consolidación fiscal. Además, algunos de los progresos en la convergencia nominal que se han producido recientemente podrían no ser sostenibles, en particular el mantenimiento de la inflación en niveles muy reducidos, a medida que se profundiza en la liberalización de precios regulados, especialmente si se revierten las fuertes apreciaciones de sus tipos de cambio. Por otro lado, los elevados déficit por cuenta corriente podrían plantear problemas de financiación, si se detienen o cambian de signo los elevados flujos de capitales que actualmente reciben. De hecho, una parte de estos flujos está relacionada con procesos de privatizaciones, que se van agotando, y con la explotación del diferencial de tipo de interés de la deuda pública respecto al área del euro, que en algunos casos casi se ha anulado.

Por otro lado, los progresos en la convergencia real de los países de adhesión han sido modestos, de modo que el diferencial de renta *per capita* con la UE (2) sigue siendo muy amplio, por lo que la convergencia real se extenderá posiblemente mucho más allá de la primera fecha posible para la adopción del euro. Se estima que con una tasa de crecimiento del 4%, equivalente a la media alcanzada por los países en adhesión en los últimos siete años, tardarían casi treinta años en alcanzar la renta *per capita* de España y Portugal, en comparación con la media de la UE, en el momento de su adhesión (véase gráfico). No obstante, este proceso debería acelerarse como consecuencia del impacto favorable de los fondos europeos, en particular de los fondos estructurales, tanto más en la medida en que los países de adhesión realicen las reformas necesarias para flexibilizar sus mercados, lo que les permitiría aumentar su crecimiento potencial. Adicionalmente, los avances sostenibles en la convergencia nominal, siempre que vengán acompañados de las necesarias reformas estructurales, deberían acelerar la convergencia real, y viceversa, pues son procesos que se refuerzan mutuamente.

Países candidatos. Indicadores básicos (2001)

	Población (millones)	PIB (% PIB UE)	PIBpc (PPA) (% media UE)	Empleo agrícola (% total)	Tasa de paro (% pobl. activa)
Chipre	0,6	0,11	74	4,9	3,9
Eslovaquia	5,4	0,25	47	6,3	19,4
Eslovenia	2,0	0,23	70	9,9	5,7
Estonia	1,4	0,07	40	7,1	12,4
Hungría	10,0	0,65	53	6,1	5,7
Letonia	2,4	0,15	33	15,1	13,1
Lituania	3,7	0,09	38	16,5	16,5
Malta	0,4	0,04	58	2,2	6,5
Polonia	38,6	2,23	40	19,2	18,4
Rep. Checa	10,3	0,71	59	4,9	8,0
Países en adhesión (a)	74,8	4,57	47	13,3	14,5
Bulgaria	8,5	0,17	24	8,3	19,7
Rumania	22,4	0,5	24	42,8	6,6
Países candidatos (b)	105,6	5,25	45	15,7	13,1
UE	377,5	100	100	4,3	7,2

ESCENARIOS DE CONVERGENCIA (c)



Fuente: Eurostat.

(a) Suma para los diez países que accederán a la UE en 2004, ponderada por el PIB.

(b) Sin Turquía.

(c) Porcentaje del PIB *per capita* medio de la UE. Tasa de crecimiento media de la UE: 2,5%. Tasa de crecimiento media de los países candidatos: 4%, 5%, 6% y 7%.

(1) Para Bulgaria y Rumania se prevé la entrada en 2007. Para Turquía, la posible fecha de inicio de las negociaciones es 2005.

(2) Véase «La adhesión europea: convergencia real y nominal», *Boletín económico*, Banco de España, diciembre 2002.

II.4.3. El sur y este de Asia y Rusia

La gran mayoría de los países del este y sur de Asia experimentó una aceleración de sus ritmos de crecimiento económico a lo largo del pasado año, consecuencia, en la mayor parte de los casos, de las positivas contribuciones de las demandas externas, procedentes no solo de países desarrollados, sino también de la propia zona, donde ha aumentado notablemente en los últimos años el comercio bilateral, en particular con China (véase cuadro II.2). Pero, además, fueron destacables, en varios de los países del área, las contribuciones positivas de sus demandas internas, favorecidas por el moderado impulso expansivo de las políticas fiscales y por la mayor estabilidad interna y de los mercados financieros de la región. En el caso particular de China, cuyo producto se estima que creció un 8%, son destacables tanto la contribución de las exportaciones como el fuerte impulso inversor interno —básicamente del gobierno—, acompañados por un elevado flujo de entradas de inversiones directas. No obstante, en los primeros meses de 2003 el panorama de los países de la zona ha empeorado, como consecuencia, en parte, de la epidemia de neumonía asiática.

Las economías de la zona continuaron en 2002, en conjunto, la tónica de moderación de precios registrada en años anteriores. La mayoría de los países mostró tasas de aumento anual medio de los precios de consumo no superiores al 3%, y persistieron, en algunos casos, las tendencias al descenso de los precios, como Hong Kong (-3%), China (-0,7%) y Singapur (-0,3%). Sin embargo, debe señalarse que las deflaciones de estos últimos países citados presentan características complejas y específicas en cada caso, en general distintas de las de Japón. Así, en el caso de China se debe a la combinación de fuertes aumentos de la productividad, en el marco

de un régimen de tipo de cambio nominal fijo frente al dólar, y excesos de capacidad, así como al impacto de la reducción de aranceles ligada a la adhesión a la Organización Mundial de Comercio. Dado el peso de China en el comercio regional, los descensos del nivel de precios en este país se han transmitido, en mayor o menor medida, a los niveles de precios de las economías vecinas a través del comercio.

Los mercados financieros tuvieron, en general, un buen comportamiento, acorde con el fuerte crecimiento de la zona, lo que propició que los diferenciales de deuda soberana se mantuvieran en niveles bajos y estables durante el conjunto del año. Las bolsas soportaron relativamente bien la primera mitad del ejercicio, aunque posteriormente se produjo un paulatino deterioro, que se acentuó en el primer trimestre de 2003. Los países con regímenes de tipo de cambio fijo frente al dólar (China, Hong Kong y Malasia) se beneficiaron de una mejora directa de competitividad frente al resto de los países del área, cuyos tipos de cambio tendieron a apreciarse, al menos inicialmente, frente a la divisa estadounidense, aunque al mismo tiempo se depreciaron en términos efectivos frente al conjunto de sus socios comerciales, por la fortaleza relativa del yen.

Por último, Rusia tuvo un crecimiento económico relativamente sostenido en 2002, puesto que el PIB creció un 4,3%, pese a desacelerarse por segundo año consecutivo, desde el 9% en 2000 y el 5% en 2001. Destacaron la contribución del consumo privado y la mejoría progresiva de la inversión, en línea con la evolución creciente del precio del petróleo, dada la estrecha relación en Rusia de la inversión fija con la producción y las exportaciones de crudo. También se lograron nuevos avances en el proceso de reducción de la inflación, que pasó del 20,7% en 2001 al 16% en 2002.

CAPÍTULO III

EL ÁREA DEL EURO
Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

III.1. LAS CONDICIONES ECONÓMICAS EN EL ÁREA DEL EURO

En el año 2002, el producto de la UEM registró, por segundo año consecutivo, un ritmo de expansión muy débil, de tan solo el 0,8%. Aunque la desaceleración que la actividad económica había venido mostrando desde mediados de 2000 alcanzó un mínimo al final de 2001 en términos de las tasas de crecimiento intertrimestral, la recuperación posterior se caracterizó por una notable falta de dinamismo, defraudando las expectativas existentes al comienzo del ejercicio pasado. De hecho, todos los componentes de la demanda final, con la excepción del consumo público, registraron en 2002 una significativa disminución de sus ritmos de crecimiento, de forma que, del escaso incremento registrado del PIB, solo dos décimas corresponden a la contribución del gasto interno, debiendo atribuirse el resto al sector exterior, a pesar del modesto aumento de las exportaciones. En el año 2002, por lo tanto, la zona del euro dio muestras de su limitada vitalidad interna y de su elevada sensibilidad a la evolución del entorno exterior.

A pesar de la pérdida de impulso del gasto privado, el incremento de los precios se mantuvo por encima del 2%, debido a la existencia de algunas perturbaciones de oferta adversas, pero también a la presencia de rigideces en ciertos mercados, que han dificultado el ajuste adecuado de las rentas al deterioro de las perspectivas de la economía. En este contexto, las políticas macroeconómicas contribuyeron a moderar el alcance de la desaceleración, aunque la resistencia al descenso que presentó la inflación y los escasos esfuerzos de consolidación presupuestaria realizados en la fase alcista del ciclo limitaron el margen de maniobra de las políticas monetaria y fiscal, respectivamente, para estimular la demanda en la zona del euro.

III.1.1. La actividad y el empleo

En 2002, el crecimiento anual del PIB en la zona del euro resultó el más reducido desde el comienzo de la Unión Monetaria, al no materializarse la esperada recuperación de la actividad hacia tasas próximas al crecimiento tendencial, tras la desaceleración del producto que había venido manifestándose desde mediados del año 2000. Las señales favorables que, al comienzo del ejercicio, habían alimentado las expectativas de que la actividad cobrara vigor progresivamente, fueron dejando paso a una mejoría modesta y vacilante.

En este contexto, la contribución de la demanda interna, sin incluir la variación de existencias, al crecimiento del PIB fue tan solo de 0,3 puntos porcentuales (pp) (véase cuadro III.1). Cabe destacar la aportación negativa, de más de medio punto porcentual, de la formación bruta de capital fijo. La notable contracción de la inversión en bienes de equipo —en una magnitud cercana al 4%— refleja, en primera instancia, los efectos adversos del notable grado de incertidumbre prevaleciente. Además, la inversión de las empresas se ha visto negativamente afectada por la moderación de los márgenes y, en algunos casos —especialmente, en los sectores tecnológico y de telecomunicaciones—, por la necesidad de destinar los excedentes al saneamiento de los balances, que reflejaban un elevado endeudamiento, producto de las decisiones de expansión empresarial de los últimos años. Por otra parte, a pesar del nivel reducido de los tipos de interés reales, otros componentes del coste de los pasivos empresariales se mantuvieron relativamente altos. Así, apenas se redujeron las primas de riesgo exigidas a los bonos emitidos por las empresas no financieras, que se mantuvieron significativamente por encima de los niveles que prevalecían con anterioridad al 11 de septiembre de 2001, en tanto que la intensificación de la caída de las coti-

Principales indicadores macroeconómicos del área del euro (a)

	2000	2001	2002	2002			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
DEMANDA Y PRODUCTO:							
Producto interior bruto	3,5	1,4	0,8	0,4	0,4	0,3	0,1
Demanda interna	2,9	0,9	0,2	0,1	0,2	0,1	0,5
<i>Consumo privado</i>	2,5	1,8	0,6	-0,2	0,3	0,5	0,4
<i>Consumo público</i>	2,0	2,1	2,6	0,9	0,8	0,4	0,3
<i>Formación bruta de capital fijo</i>	4,9	-0,6	-2,6	-0,7	-1,2	0,2	0,2
Exportaciones	12,6	2,8	1,2	-0,2	2,0	2,1	0,0
Demanda final	5,4	1,4	0,5	0,0	0,7	0,7	0,4
Importaciones	11,3	1,5	-0,4	-1,1	1,7	1,7	1,0
Contribuciones al crecimiento del PIB (b):							
Demanda interna	2,8	2,8	0,2	0,1	0,2	0,1	0,5
<i>Variación de existencias</i>	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,1	-0,3	0,1
Demanda externa	0,6	0,5	0,6	0,3	0,2	0,2	-0,3
PRECIOS Y COSTES (c):							
Precios de consumo (media anual)	2,1	2,4	2,3	2,5	2,1	2,1	2,3
Deflactor de la demanda final	3,0	2,0	1,4	1,5	1,2	1,4	1,4
Deflactor del PIB	1,3	2,4	2,4	2,6	2,3	2,6	2,1
Costes laborales unitarios	1,3	2,7	2,2	3,4	2,2	1,8	1,3
Remuneración por asalariado	2,6	2,7	2,6	3,0	2,5	2,4	2,4
Productividad del trabajo	1,3	0,0	0,4	-0,3	0,3	0,7	1,1
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d):							
Gastos totales	48,3	48,1	48,4				
Gastos corrientes	44,5	43,5	43,9				
<i>Gastos por intereses</i>	4,1	3,9	3,7				
Inversión pública	2,6	2,6	2,5				
Ingresos totales	48,4	46,6	46,2				
Déficit (-)/superávit (+) primario	4,2	2,5	1,5				
Déficit (-)/superávit (+)	0,1	-1,6	-2,2				
MERCADO DE TRABAJO:							
Empleo total	2,1	1,4	0,4	0,1	0,0	0,0	0,1
Paro (e)	8,5	8,0	8,3	8,1	8,2	8,3	8,5
BALANZA DE PAGOS (d):							
Cuenta corriente	-0,9	-0,2	0,9	0,7	0,2	1,4	1,2
Cuenta de capital	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
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.							

zaciones bursátiles contribuyó a dificultar y a encarecer la financiación de los proyectos de inversión. Finalmente, existen indicios de que las entidades de crédito han adoptado unas políticas más cautas de concesión de préstamos. Por su parte, la sensible caída de la inversión en construcción (que se contrajo un 2,5%) reflejó el impacto de la incertidumbre sobre la evolución futura de la renta disponible de

las familias, en un contexto de deterioro gradual de las perspectivas de generación de empleo.

El consumo privado creció en 2002 a una tasa del 0,6%, casi la mitad de la correspondiente a la renta real disponible, lo que supuso un aumento de la tasa de ahorro, como resultado, igual que en el caso de la inversión residencial, de la actitud más precavida de

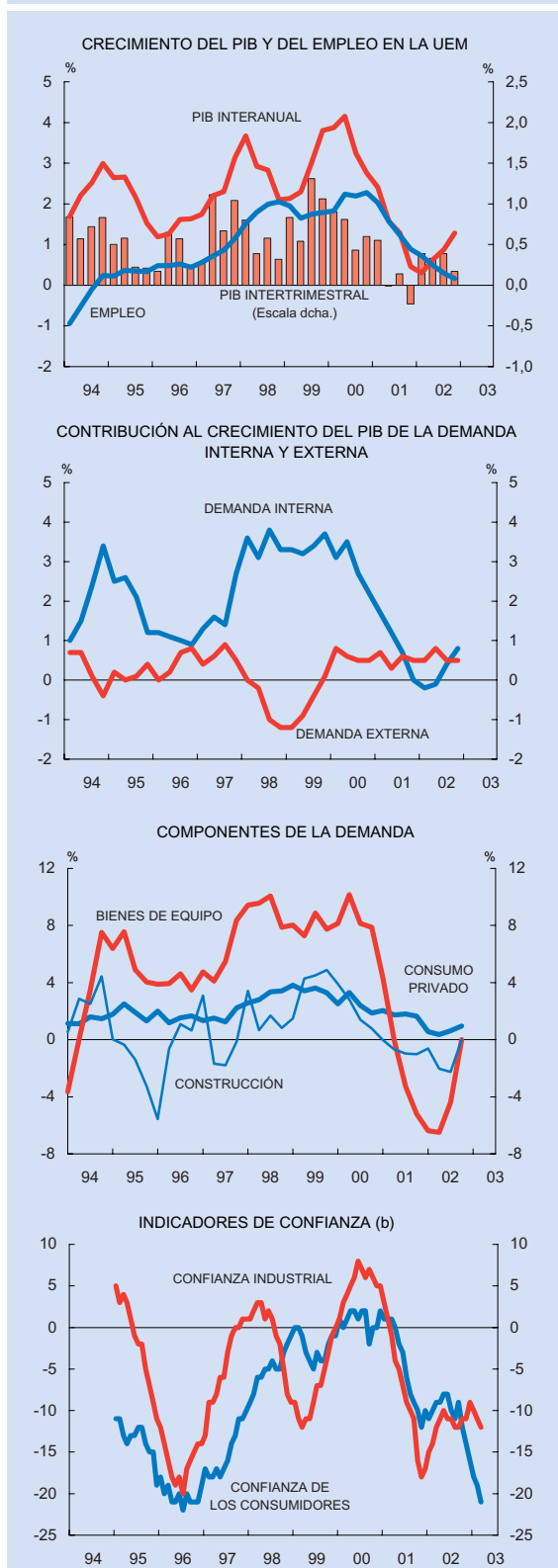
las familias en sus decisiones de gasto en consumo, ligada a la gradual desaceleración de la demanda de trabajo y al aumento generalizado de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas (véase gráfico III.1). Adicionalmente, la caída de las cotizaciones bursátiles favoreció la reducción de la propensión de las familias al gasto a través de su impacto sobre la riqueza financiera y sobre la confianza, si bien este efecto pudo ser compensado en algunos países, al menos parcialmente, por el aumento de la riqueza real vinculado al alza de precios de la vivienda.

Los flujos comerciales del área con el exterior registraron una desaceleración adicional en 2002, aunque con distinto perfil a lo largo del año (véase cuadro III.1). El crecimiento de las exportaciones —del 1,2%— se vio lastrado, por segundo año consecutivo, por la débil tasa de expansión del comercio mundial, a la que se sumó el efecto de la apreciación del tipo de cambio del euro (véase recuadro III.1). A su vez, la atonía de la demanda final del área determinó que sus importaciones registraran una contracción del 0,4%, a pesar de su abaratamiento frente a los productos nacionales. Como consecuencia del ritmo de expansión de ambos agregados, la demanda exterior neta realizó una contribución positiva de 0,6 pp al crecimiento del producto, magnitud muy similar a la observada en los dos ejercicios precedentes. Por su parte, el saldo de la balanza por cuenta corriente mejoró, hasta alcanzar un superávit del 1,1% del PIB.

En general, los países del área han mostrado un elevado grado de sincronía en la actual fase de debilidad cíclica. En el año 2002 se observó en todos ellos una desaceleración del PIB, con las excepciones de Austria y Finlandia. No obstante, las divergencias observadas en términos del crecimiento del producto y de su composición fueron notables. Así, las economías que registraron ritmos de avance más claramente por encima de la media —Grecia, España, Irlanda y Finlandia— se caracterizan también por tener las tasas de expansión del producto potencial más elevadas del área. En cuanto a la composición del crecimiento, existen notables diferencias entre países (véase gráfico III.2). La debilidad de la demanda interna fue más acusada en los Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia, y, muy particularmente, en Alemania, país en el que la adquisición de bienes de equipo sufrió una contracción superior al 9%, al tiempo que la inversión en construcción continuó decreciendo a una tasa próxima al 6%. Los medios resultados de esta economía en los dos últimos años responden a la desaceleración cíclica que afectó

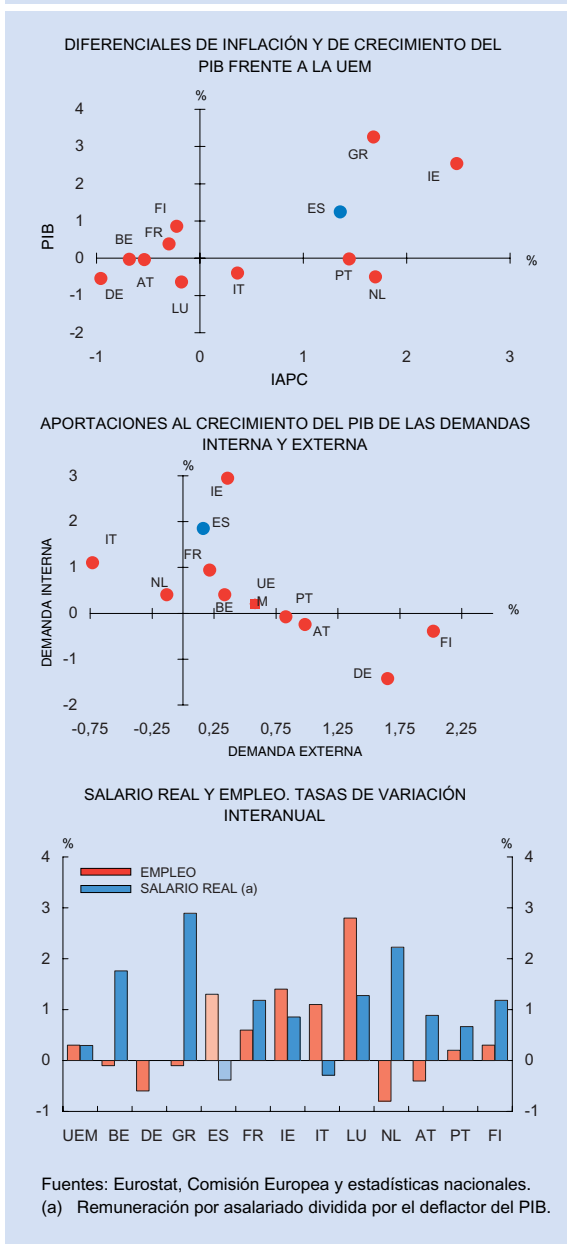
GRÁFICO III.1

UEM: composición del crecimiento e indicadores de confianza (a)



Fuentes: Banco de España, Banco Central Europeo, Comisión Europea y estadísticas nacionales.
 (a) Tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario.
 (b) Saldo de respuestas.

Evolución económica por países en 2002



ta al conjunto del área y, muy especialmente, a sus propias debilidades estructurales, que se han hecho patentes en el proceso de absorción de los efectos de la reunificación. En este sentido, es significativo su bajo crecimiento potencial, a menudo atribuido a causas tales como la elevada presión impositiva y la generación de incentivos perversos por parte de los sistemas de protección social. Adicionalmente, en este país, caracterizado por un sistema financiero en el que las entidades de crédito desempeñan un papel especialmente preponderante en la financiación empresarial —y que adolece también de algunas debilidades estructurales—, el incremento del

riesgo de los activos del sector bancario ha podido constituir un factor adicional que, en unión de los descritos para el conjunto del área, ha generado un panorama especialmente adverso para los planes de expansión empresarial.

La desaceleración de la actividad del área se reflejó gradualmente en la evolución del mercado de trabajo a lo largo de 2002. Así, la tasa de paro aumentó en tres décimas, hasta alcanzar el 8,5% de la población activa al final del año, en tanto que el empleo registró una desaceleración más acusada que la del producto, con un crecimiento en el conjunto del año del 0,4%. Como consecuencia, la productividad aparente del trabajo presentó una tasa de avance positiva, también del 0,4%, que, aunque muy modesta, resultó superior a la registrada en 2001. En la primera parte del año, al igual que había ocurrido en 2001, el empleo mostró un comportamiento relativamente sostenido, en línea con los retardos usuales con que esta variable responde a las fluctuaciones de la actividad. No obstante, esta evolución también pudo obedecer a la percepción por parte de los empleadores de que la pérdida de ritmo de la actividad pudiera ser transitoria. En cualquier caso, la escasa sensibilidad de los salarios a la evolución de las condiciones económicas y la prolongación del período de débil crecimiento del producto condujeron a que el empleo registrara tasas de crecimiento interanual casi nulas en la segunda mitad del año. Esto supuso una notable recuperación de la productividad aparente, que, en el último trimestre, creció a tasas por encima del 1% (véase gráfico III.3).

Las perspectivas económicas en los próximos meses se encuentran ligadas a la resolución de las incógnitas que rodean a la situación geopolítica y la evolución de los mercados financieros y de materias primas petrolíferas. En el corto plazo, es probable que el gasto de los agentes se vea lastrado por la necesidad de continuar el proceso de reestructuración financiera, en el caso de las empresas, y por el empeoramiento de las condiciones en el mercado de trabajo, en el caso de las familias. En principio, una vez finalizado el conflicto bélico, si los mercados financieros y cambiarios adquieren pronto mayor estabilidad, resulta previsible que, a partir de mediados de este año, aumente el dinamismo productivo, de forma que la tasa de crecimiento del PIB de la UEM se acerque progresivamente a la de su producto potencial. Estas perspectivas se ven favorecidas por la ausencia de desequilibrios macrofinancieros generalizados en la zona, lo que incluye el manteni-

Efecto diferencial de la apreciación del euro sobre las exportaciones de los países de la UEM

A lo largo de 2002 y en los primeros meses de 2003, el tipo de cambio del euro ha registrado un intenso proceso de apreciación, tanto en términos efectivos nominales como reales. Esta trayectoria puede conducir a un menor dinamismo de las exportaciones dirigidas fuera de la UEM, que afectaría negativamente al ritmo de expansión del producto del área. Además, la apreciación del euro, común a todos los países miembros, puede generar efectos asimétricos en la actividad económica de cada país, dependiendo de las disparidades existentes en sus estructuras productivas y comerciales y en los funcionamientos de sus mercados de factores productivos.

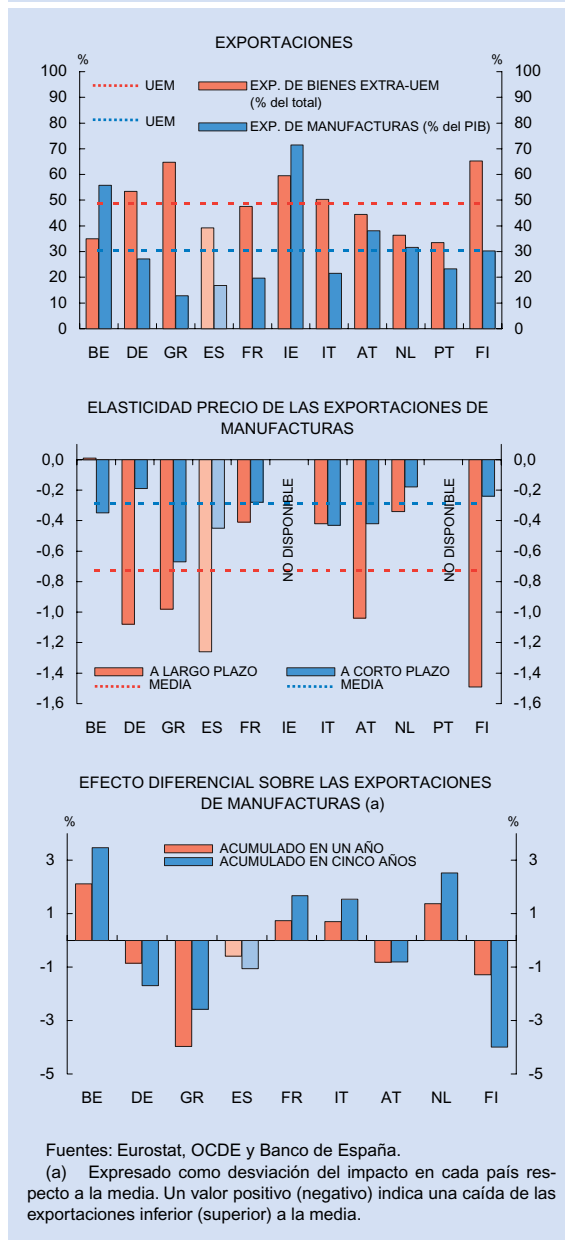
En particular, la magnitud del efecto de la apreciación del euro sobre las exportaciones de los países de la UEM dependerá, básicamente, de tres factores. En primer lugar, de la estructura de comercio por áreas geográficas, ya que es previsible que en aquellos países de la UEM que destinen un mayor porcentaje de sus ventas a países fuera de la UEM, la apreciación del euro se traslade en mayor proporción a sus tipos de cambio efectivos nominales. En segundo lugar, de la medida en que los exportadores reaccionen reduciendo sus precios en euros para compensar la apreciación de la moneda y mantener, así, los mercados de exportación. Por último, de la respuesta de la demanda de exportaciones ante variaciones de su precio relativo.

En el primero de los gráficos se observa que los pesos de las exportaciones de bienes extra-UEM sobre el total oscilan entre el 60% en el caso de Irlanda, Grecia y Finlandia, y algo por debajo del 40% en Holanda, Portugal, Bélgica y España. También la respuesta de las exportaciones de cada país a cambios en la competitividad presenta una notable disparidad. Como se aprecia en el segundo gráfico, donde se comparan las elasticidades estimadas de la demanda de exportación de manufacturas de cada país de la UEM a cambios en la competitividad, obtenidas con series de datos para el período 1975-2002, las exportaciones de manufacturas apenas responden a variaciones del tipo de cambio real en Bélgica y Holanda, pero muestran una gran sensibilidad en Finlandia y España. Esta heterogeneidad refleja, además de factores específicos de cada país, las diferencias existentes en la estructura de las exportaciones. Entre los factores idiosincrásicos resalta la elevada importancia que alcanzan en Bélgica y Holanda las reexportaciones, esto es, bienes comerciables con origen y destino en terceros países, que presentan una elasticidad-precio casi nula.

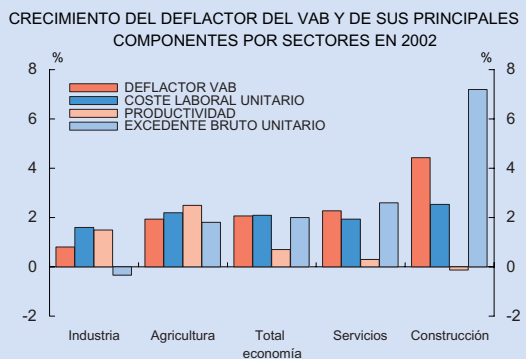
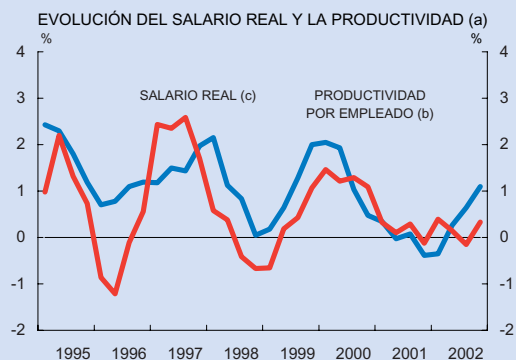
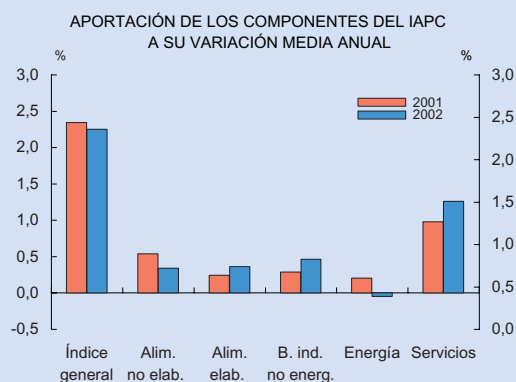
Para valorar las diferencias en la respuesta de las ventas al exterior en cada país ante una apreciación, se ha supuesto, para simplificar, que los precios de exportación en euros reaccionan ante la apreciación en la misma proporción en todos los países. Por ello, el efecto diferencial de la apreciación sobre las exportaciones se deriva directamente de las dos variables mencionadas en el párrafo anterior: el peso de las exportaciones extra UEM y la elasticidad-precio. Como se observa en el tercer gráfico, donde se presenta el efecto diferencial de una apreciación del 10% —expresado en desviaciones del impacto en cada país respecto a la media—, los mayores descensos de las ventas al exterior se producirían en Finlandia y Grecia, países donde se combina una elevada elasticidad-precio con un significativo peso del comercio extra-UEM. En el extremo opuesto se situarían Bélgica y Holanda, debido a la baja elasticidad-precio.

Por último, se representa en el primer gráfico el peso de las exportaciones de manufacturas sobre el PIB o grado de apertura en cada uno de los países integrantes. Esta variable muestra también divergencias muy marcadas entre países, ya que supera el 50% en el caso de Bélgica e Irlanda, mientras que se sitúa por debajo del 20% en Grecia y España. En estos dos países, es previsible que el reducido grado de apertura mitigue notablemente la traslación de la reducción estimada para sus exportaciones a la tasa de variación del PIB. No obstante, el efecto de la apreciación sobre el producto en los distintos países, depende, además de cómo evolucionen las exportaciones, de muchos otros factores, como la reacción de las importaciones, o los efectos derivados de las repercusiones de la apreciación sobre otros agregados macroeconómicos, el empleo o los precios interiores.

VARIABLES DETERMINANTES Y EFECTOS DE UNA Apreciación del euro del 10%



UEM Índices armonizados de precios de consumo y evolución salarial



Fuentes: BCE, Eurostat y estadísticas nacionales.

(a) Tasas de variación interanual.

(b) Diferencia entre la variación del PIB y del empleo.

(c) Diferencia entre la variación de la remuneración por asalariado y el deflato del PIB.

miento de una elevada tasa de ahorro por parte de las familias y un saldo por cuenta corriente próximo al equilibrio. El principal riesgo que oscurece este horizonte está relacionado con la posibilidad de que surjan nuevas complicaciones en Oriente Medio, lo que podría conducir a un nuevo deterioro de la confianza de los agentes. Adicionalmente, existe una elevada incertidumbre sobre la evolución futura del empleo, puesto que, si no se observa una suficiente moderación salarial, el consiguiente crecimiento de los costes laborales unitarios y la prolongación de la fase de debilidad de la demanda podrían inducir a las empresas a ajustar sus plantillas con mayor intensidad que en el pasado.

III.1.2. Precios y costes

La trayectoria de la inflación de la UEM en 2002 estuvo marcada por el impacto alcista de diversas perturbaciones de oferta y por la resistencia a la baja que mostraron los salarios y los precios de los bienes no comercializables, a pesar de la debilidad de la demanda. Además, la dispersión de las tasas de inflación nacionales, que viene mostrando una notable persistencia en los últimos años, aumentó ligeramente en 2002.

El deflactor de la demanda final experimentó un recorte de más de medio punto porcentual en su ritmo de avance en el año 2002, como consecuencia, en gran medida, de la fuerte reducción de los precios de los bienes y servicios importados, ya que los precios interiores, aproximados por el deflactor del PIB, crecieron al mismo ritmo que el año anterior (véase cuadro III.1). Esta evolución del deflactor de importaciones refleja tanto los moderados aumentos de los precios de exportación de nuestros principales socios comerciales en sus propias monedas como la apreciación del euro. Por el lado de los costes interiores, el fuerte avance de los impuestos indirectos netos por unidad de producto impidió una mayor desaceleración del deflactor del PIB. En efecto, el deflactor del valor añadido, que excluye el impacto directo de la mayor parte de los impuestos indirectos netos, experimentó un recorte más intenso en su ritmo de crecimiento, como consecuencia del menor avance tanto del coste laboral unitario como del excedente bruto de explotación por unidad de valor añadido.

La desaceleración de los costes laborales unitarios se derivó de la tenue recuperación de la pro-

Diferenciales de inflación en la UEM

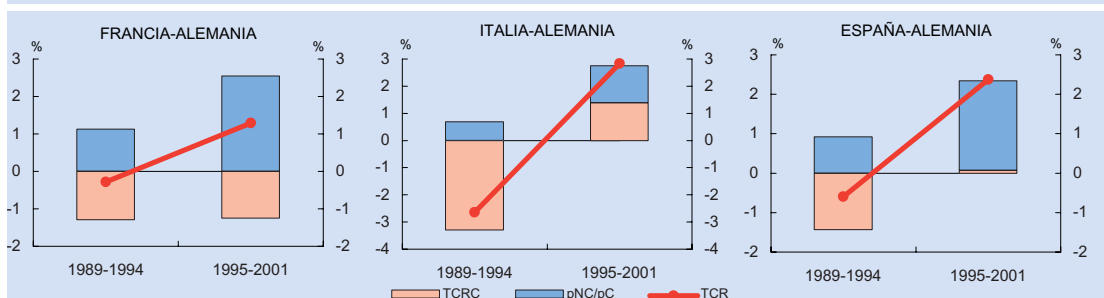
La fijación irrevocable de los tipos de cambio entre los países de la zona del euro no ha eliminado la posibilidad de que se sigan produciendo cambios en los precios relativos entre los países miembros y, por tanto, que se generen diferenciales de inflación, que, en una unión monetaria, se corresponden con variaciones del tipo de cambio real bilateral. Con objeto de analizar sus determinantes, las variaciones históricas en el tipo de cambio real pueden descomponerse, por un lado, en el diferencial de crecimiento de los precios del sector comerciable expresados en la misma moneda y, por otro, en el diferencial de crecimiento entre ambos países de los precios relativos de los no comerciables respecto de los comerciables.

El gráfico superior representa las tasas de crecimiento promedio del tipo de cambio real bilateral (TCR) para el conjunto de la economía, del tipo de cambio real correspondiente al sector comerciable (TCRC) y del diferencial de los precios relativos del sector no comerciable respecto a los comerciables (pNC/pC) de Francia, Italia y España frente a Alemania. En el gráfico se ha distinguido entre el período 1989-1994, previo a la creación de la UEM, y el período de los últimos años disponibles, 1995-2001. Los datos proceden de la base de datos anuales sectoriales STAN de la OCDE. En todos los países, las tasas de crecimiento de los tipos de cambio reales de los bienes comerciables no son nulas, como debería observarse de cumplirse la ley de un precio único. De hecho, es el componente que explica la mayor parte de la evolución del tipo de cambio real total en el primer período, disminuyendo su contribución en los últimos años, como consecuencia lógica del avance en la construcción del mercado único. El gráfico refleja, asimismo, diferenciales de crecimiento significativos entre los precios relativos de los bienes no comerciables frente a los comerciables de estos países, especialmente en los últimos años, cuando pasan a ser el factor que mejor explica el cambio en el tipo de cambio real o, lo que es lo mismo, del diferencial de inflación a partir de 1999.

El crecimiento de los precios relativos puede descomponerse también en el crecimiento de sus determinantes: márgenes, salarios y productividad aparente del trabajo. En el gráfico inferior se presentan estos diferenciales de crecimiento de los precios relativos respecto de Alemania, así como las contribuciones a ese crecimiento diferencial de sus tres componentes. De acuerdo con la teoría de la convergencia de Balassa-Samuelson, los diferenciales de inflación en el largo plazo reflejan los cambios en las productividades relativas del sector comerciable respecto al no comerciable, por lo que no afectan a la competitividad del país. No obstante, para el conjunto del período analizado la evolución de los diferenciales de productividad sectorial no explica suficientemente las variaciones de los precios relativos. En el último período analizado (1995-2001) solo en el caso de Francia el diferencial de productividad sectorial es el componente más relevante del diferencial de precios. En el caso de España, el principal factor explicativo del diferencial de precios respecto a Alemania son los márgenes, y, en el caso de Italia, los salarios relativos.

Esta evidencia refleja la existencia de desviaciones persistentes de los diferenciales de inflación ajenos al proceso de ajuste estructural. En la medida que perduren en el tiempo estos diferenciales de crecimiento de salarios o de márgenes relativos en alguno de los países de la zona euro, se seguirán generando diferenciales de inflación que pueden reflejar la existencia de distintos grados de rigideces en los mercados de bienes y de trabajo, y afectar a la competitividad de las distintas economías.

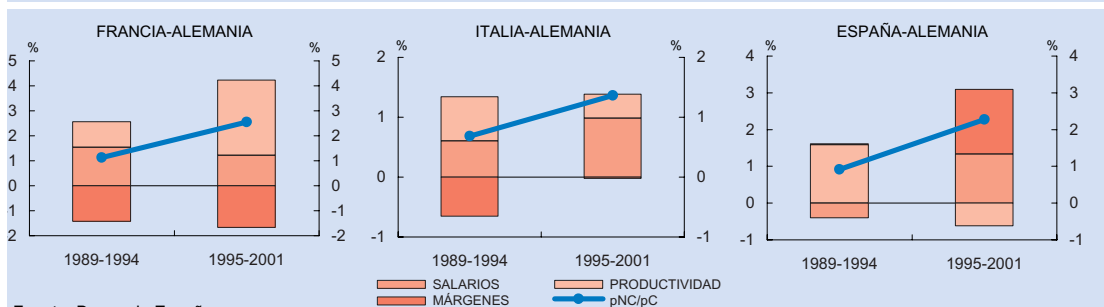
Descomposición del crecimiento del tipo de cambio real frente a Alemania (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Promedios de tasas de crecimiento interanual de cada subperíodo del tipo de cambio real total (TCR), del tipo de cambio real en comerciables (TCRC) y del crecimiento del precio de bienes no comerciables respecto al de comerciables (pNC/pC) frente a Alemania.

Descomposición del diferencial de crecimiento de los precios de los no comerciables respecto a los comerciables (pNC/pC) frente a Alemania (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Promedios de tasas de crecimiento interanual de cada subperíodo.

ductividad, ya que los salarios crecieron al mismo ritmo que en 2001, aunque no fue suficiente para permitir una ampliación de los márgenes empresariales (véase gráfico III.3). En este sentido, si bien el incremento sostenido de los salarios nominales —reflejo, en parte, de los acuerdos plurianuales firmados en una etapa cíclica más favorable— permitió una mejora del poder adquisitivo de las familias, perjudicó, al mismo tiempo, el dinamismo del empleo. La desaceleración del excedente bruto de explotación es coherente con el progresivo debilitamiento de la presión de la demanda, aunque la evolución de los márgenes fue muy desigual entre las distintas ramas de actividad. De hecho, los márgenes de las ramas más sensibles a la competencia internacional registraron un notable deterioro, mientras que en las ramas menos expuestas aumentaron (véase la parte inferior del gráfico III.3).

La tasa de variación media del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) fue del 2,2% en 2002, dos décimas menos que en el año anterior. El comportamiento del IAPC a lo largo del año estuvo influido por sus componentes más volátiles y recoge dos tendencias muy diferentes: un continuado descenso de las tasas interanuales en la primera parte del año, hasta alcanzar el 1,8% en junio, como consecuencia de la atenuación de los efectos derivados del episodio de climatología adversa sobre el componente alimenticio, y un repunte posterior, a medida que se elevaba el precio del petróleo. El grupo de productos cuyos precios presentan menor variabilidad (denominado IPSEBENE) pasó de aumentar un 2% en 2001 a un 2,5% en el conjunto de 2002, si bien a lo largo de este último año experimentó una ligera tendencia a la baja. Los precios de los servicios fueron los que más crecieron en promedio y, aunque mostraron un menor dinamismo a partir de septiembre, no registraron en ningún momento ritmos de expansión inferiores al 3%.

Los estudios realizados para valorar el efecto sobre la inflación de la introducción de los billetes y monedas en euros coinciden en resaltar la importancia moderada de este fenómeno. El incremento de los precios ha podido deberse a la existencia de costes de ajuste de los precios (costes de menú), que ha impulsado a las empresas a concentrar las variaciones de precios en el momento de su cambio de denominación. Además, han podido existir efectos alcistas derivados de la fijación de precios atractivos o redondeados. Sin embargo, la mayor parte del impacto parece deberse a la traslación de los costes del cambio

de moneda de los productores y minoristas a los consumidores, y, en algunos casos, a un intento de las empresas para ampliar sus márgenes de beneficios, tal como sugiere que los efectos sobre los precios se hayan concentrado, principalmente, en algunos sectores de los servicios, rama en la que se observa un mayor poder de mercado de los oferentes.

A lo largo de 2002, los precios de las partidas del IAPC más afectadas por este canje estabilizaron su ritmo de avance, por lo que es previsible que las repercusiones sobre la inflación sean transitorias, aunque todavía puedan producirse algunos efectos adicionales. Si bien los consumidores han percibido un aumento de la inflación en 2002 superior a la reflejada en el IAPC —que han asignado a la conversión de los precios al euro, tal como refleja la elevación significativa del nivel del indicador de inflación percibida elaborado por la Comisión Europea—, las expectativas de inflación a medio plazo se han mantenido contenidas, lo que sugiere que los consumidores han atribuido un carácter temporal al efecto de la puesta en circulación del euro sobre los precios.

Como se mencionó anteriormente, la dispersión de las tasas de inflación entre los distintos países de la UEM fue relativamente elevada (véase gráfico III.2). Aunque una parte de las divergencias en inflación parece tener su origen en la distinta posición cíclica de cada país, esta no es suficiente para explicar el nivel y la persistencia de los diferenciales que se observan en el crecimiento de los precios. En particular, además de factores asociados al proceso de convergencia en los niveles de precios y renta que pueden tener alguna influencia a medio y largo plazo, las divergencias de precios observadas parecen estrechamente relacionadas con el distinto grado de flexibilidad de los mercados de factores productivos y de bienes y servicios, que amplifican el efecto de las perturbaciones de la demanda —ya sean comunes o idiosincrásicas— sobre los índices de precios nacionales. Así, la desigual evolución de los salarios y de los márgenes en el proceso de formación de precios de cada país sugieren que las rigideces del ajuste de las variables nominales ante perturbaciones y las diferencias en el grado de competencia de los mercados de bienes conducen a diferenciales significativos que pueden generar efectos duraderos sobre la competitividad de las distintas economías nacionales (véase recuadro III.2).

Al inicio del año 2003, la tasa de inflación ha repuntado, debido, en gran medida, al alza del precio del pe-

tróleo, como consecuencia de la elevada tensión política internacional, si bien los componentes más estables han seguido la pauta descendente que iniciaron a finales del pasado año. Por ello, cabe esperar que el proceso de moderación de los precios se reanude, una vez que se resuelvan los factores que han impulsado el incremento del precio de la energía. Además, es previsible que los efectos retrasados de la apreciación acumulada por el euro a lo largo del año 2002 y primeros meses de 2003 tengan un efecto moderador en la evolución de los precios de algunos componentes.

III.2. LAS POLÍTICAS FISCALES Y ESTRUCTURALES EN EL ÁREA DEL EURO

III.2.1. La política fiscal

En el pasado año, la situación de las finanzas públicas del área del euro sufrió un deterioro considerable. El déficit presupuestario experimentó un aumento de seis décimas en comparación con el año 2001, hasta situarse en el 2,2% del PIB. Ello fue el resultado del descenso de la participación del conjunto de ingresos en el PIB en una cuantía de tres décimas y de la ampliación del peso del gasto primario —en particular, del destinado a transferencias corrientes— en medio punto porcentual, en tanto que los pagos por intereses disminuyeron dos décimas (véase gráfico III.4). De acuerdo con los cálculos de la Comisión Europea, la mitad del empeoramiento del saldo resulta imputable al impacto de la pérdida de dinamismo de la actividad económica sobre los ingresos impositivos y el gasto en prestaciones por desempleo. Así, se estima que el superávit primario ajustado por los efectos del ciclo económico se redujo en 2002 en tres décimas del PIB. El empeoramiento de los saldos presupuestarios en relación con el ejercicio precedente fue común a todos los Estados miembros, con las excepciones de Grecia, España, Italia y Portugal. Además, únicamente Bélgica, España, Luxemburgo y Finlandia alcanzaron, o incumplieron por muy estrecho margen, los objetivos que se habían trazado en sus programas de estabilidad respectivos, tanto en términos nominales como ajustados de ciclo.

El análisis de los resultados presupuestarios nacionales alcanzados durante el pasado ejercicio confirma la existencia de dos grupos de países cuyas finanzas públicas han evolucionado de manera divergente desde 1999 (véase la parte intermedia del gráfico III.4). Hasta ese año, en términos generales, todos

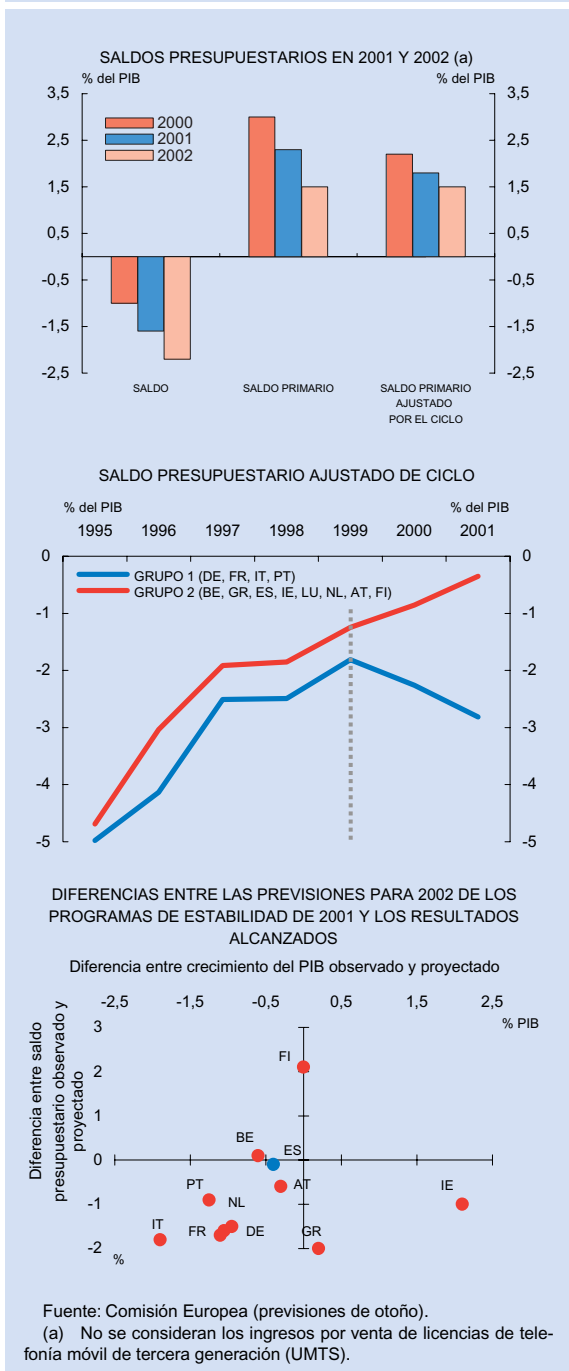
los países del área habían realizado esfuerzos por progresar hacia una situación presupuestaria próxima al equilibrio. Sin embargo, el grupo de cuatro países en los que aún hoy persisten desequilibrios importantes en términos del saldo presupuestario observado (esto es, Alemania, Francia, Italia y Portugal) desaprovechó, en 1999 y 2000, la fase alcista del ciclo económico para intensificar el proceso de consolidación, en tanto que la desaceleración de la actividad en los dos años posteriores vino acompañada de un incremento adicional del déficit. Por el contrario, los ocho países restantes, valorados en su conjunto, siguieron aproximándose hacia posiciones cercanas al equilibrio, hasta alcanzarlas en 2001 y mantenerlas en 2002. El fracaso del primer grupo de países en conseguir una situación presupuestaria coherente con las prescripciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), posponiendo en los sucesivos programas de estabilidad el logro del equilibrio, ha restringido la capacidad de la política fiscal para aportar su potencial estabilizador en la situación actual.

Este deterioro del saldo presupuestario en varios países del área, hasta poner en peligro (inicialmente) o superar (con posterioridad) el límite de déficit del 3% del PIB que recoge el Tratado de la Unión Europea, provocó la puesta en marcha de los mecanismos previstos en el PEC. Así, ante el riesgo de que el déficit de Alemania y Portugal superara ese nivel, la Comisión Europea inició, en enero de 2002, el procedimiento de *alerta temprana* a ambos países. Sin embargo, el Consejo ECOFIN decidió no adoptar la recomendación de la Comisión, a la vista del compromiso de las autoridades de estos dos Estados miembros de llevar a cabo las medidas precisas para evitar que tal incumplimiento tuviera lugar.

No obstante, en el curso del año, la nueva información aparecida acerca de la evolución presupuestaria en ambos países condujo a la Comisión a activar nuevamente las disposiciones del PEC. Así, en el mes de julio fueron conocidos los resultados de una revisión de las cuentas públicas portuguesas referidas al año 2001, según la cual el déficit de ese ejercicio había alcanzado el 4,1% del PIB, en lugar del 2,2% notificado en primavera por las autoridades portuguesas. De forma análoga, en otoño, las previsiones de la Comisión Europea apuntaron a un déficit claramente superior al 3% del PIB en Alemania en 2002. Como consecuencia, el Consejo ECOFIN reconoció, en los meses de noviembre de 2002 y enero de 2003, respectivamente, la existencia de un déficit excesivo en Portugal y en Alemania, y reco-

GRÁFICO III.4

UEM: Política fiscal



Por último, en el mes de noviembre la Comisión recomendó la apertura del procedimiento de alerta temprana a Francia, cuando su gobierno estimó que el déficit alcanzaría un nivel del 2,7% del PIB en 2002, lo que limitaba enormemente el margen de maniobra disponible ante pequeñas perturbaciones adicionales para evitar incumplimientos del límite del 3%. De hecho, tras la adopción por el Consejo ECOFIN, en el mes de enero, de la correspondiente recomendación, las autoridades galas anunciaron que el déficit de 2002 había alcanzado el 3,2% del PIB. Ello ha conducido, en el mes de abril, a la apertura de un procedimiento de déficit excesivo también a este país por parte de la Comisión.

La experiencia cosechada desde la entrada en vigor del PEC, que comprende dos fases bien diferenciadas del ciclo económico, ha servido para demostrar que este es un instrumento que impone objetivos adecuados a las finanzas públicas del área. El PEC resulta excesivamente restrictivo, desde una perspectiva de corto plazo, solamente para los países que no han satisfecho el requerimiento de mantener un saldo equilibrado por término medio a lo largo del ciclo. El cumplimiento con esta posición permite la existencia de un margen suficiente para que los estabilizadores automáticos puedan actuar plenamente. Como consecuencia de esta experiencia acumulada, ha ido forjándose un consenso en torno a la idea de que las reglas fiscales de que se ha dotado el área para establecer un marco que discipline las políticas presupuestarias son, en general, apropiadas, si bien es necesario realizar una aplicación más simétrica en las distintas fases del ciclo y que tenga en cuenta las circunstancias específicas de cada país. Esta convicción condujo al Consejo ECOFIN a aprobar un informe sobre el fortalecimiento de la coordinación de las políticas fiscales —posteriormente suscrito por el Consejo Europeo de marzo de 2003—, en el que, sin modificar las normas del PEC, trata de clarificar su interpretación. En este sentido, se establece que el cumplimiento de los objetivos de los programas nacionales debe ser evaluado sobre la base de saldos ajustados del ciclo, los países con altos niveles de deuda deben reducirlos de forma rápida, se vigilará que no se lleven a cabo políticas procíclicas en las fases alcistas y se prestará más atención a la forma en la que el envejecimiento de la población afecta en cada caso a la sostenibilidad a largo plazo de la situación fiscal. Asimismo, se reiteró el compromiso de que la estrategia de los países cuyas finanzas públicas muestran una posición alejada del equilibrio debe basarse en una mejora continuada de su saldo presu-

puestario subyacente de una cuantía anual no inferior al 0,5% del PIB, hasta alcanzar tal posición.

Finalmente, un ingrediente fundamental para que los mecanismos existentes funcionen adecuadamente es la rápida disponibilidad de estadísticas presupuestarias de calidad. Pese a que los progresos realizados en este ámbito en los últimos años son indudables, algunos episodios recientes de notables revisiones de los datos referidos a algunos países, de información incompleta acerca de algunas operaciones y de retrasos en las notificaciones presupuestarias que los Estados miembros deben realizar con carácter semestral, han puesto de manifiesto la existencia de márgenes de mejora adicionales. Además, el reconocimiento de la importancia del análisis de los saldos ajustados por los efectos del ciclo económico en los procedimientos de supervisión de la evolución de la política fiscal requiere una mejora de las herramientas analíticas disponibles para su cálculo, que, por el momento, se ha traducido en la adopción, por parte de la Comisión Europea, de un nuevo método para su obtención, susceptible aún de ser perfeccionado.

III.2.2. Las políticas estructurales

En líneas generales, a lo largo de 2002 el proceso de reformas estructurales en la Unión Europea no ha avanzado con el ímpetu necesario para conseguir los objetivos marcados en el Consejo de Lisboa para el año 2010, que deberían permitir que el crecimiento potencial de la UE se sitúe en un 3%. El debilitamiento del tono reformador puede haber estado relacionado con la situación cíclica de la economía europea y de las finanzas públicas en algunos países y, en algún caso, también con factores de índole política. Ante esta situación, el Consejo Europeo, reunido en Bruselas en marzo de 2003, dio un nuevo impulso al programa de Lisboa, reafirmando su importancia ante la próxima ampliación de la Unión. Para ello, el Consejo precisó una serie de acciones concretas que deberían desarrollarse durante los doce próximos meses en los campos de empleo y cohesión social, innovación y espíritu empresarial, interconexión europea y potenciación del mercado interior y, finalmente, protección medioambiental para el crecimiento y el empleo.

En el ámbito laboral, la adopción en los últimos años de medidas orientadas a estimular la incorporación al mercado laboral y la adecuación del perfil

del trabajador a la demanda de las empresas (*empleabilidad*) —aunque han sido desiguales y, en general, poco ambiciosas— parece ir influyendo de forma gradual en el funcionamiento de los mercados de trabajo de la zona. En concreto, en algunos países se ha seguido promoviendo la participación femenina, se han tomado medidas para la adaptación de los sistemas educativos y de formación continua a las necesidades del mercado de trabajo y se han modernizado los sistemas públicos de colocación. Ello ha favorecido que la tasa de empleo haya crecido regularmente en los últimos años, aunque, según el último dato disponible, todavía se encuentra más de 5 pp por debajo del objetivo del 70% fijado en la agenda de Lisboa (véase cuadro III.2).

Sin embargo, las reformas de los sistemas fiscales y de prestaciones sociales orientadas a favorecer el empleo han sido escasas e incompletas, al descansar más en el lado de los impuestos que en la reforma de los sistemas de subsidios. Además, se han hecho pocos progresos en la eliminación de barreras a la movilidad geográfica, en particular en el ámbito del mercado de la vivienda. En todo caso, la desaceleración del empleo en la última parte del año y la rigidez a la baja en el crecimiento de los salarios en el año 2002 ilustran la permanencia de imperfecciones en el funcionamiento del mercado de trabajo que reclaman la adopción de reformas de mayor alcance. Para ello, el reciente Consejo Europeo de Bruselas ha establecido un Grupo de Empleo, que deberá analizar el mercado laboral europeo con el fin de identificar medidas prácticas de reforma que permitan alcanzar los objetivos establecidos. Sus conclusiones se harán públicas en la primavera de 2004.

Un componente básico de la estrategia de Lisboa, destacado en las conclusiones del reciente Consejo de Bruselas, es la transición hacia una sociedad de la información y del conocimiento, en el que se incluyen iniciativas muy diversas, como el Plan de Acción «Europa», la creación de un Área Europea de Investigación o las políticas de promoción de la innovación y la educación, en especial en el ámbito de las nuevas tecnologías. Los avances en este terreno se han producido, sobre todo, en la penetración de Internet, a pesar del retraso en la disponibilidad generalizada de servicios de banda ancha. Por el contrario, los progresos han sido escasos en otras áreas, como el fomento del capital humano, la inversión en I+D o el gasto en tecnologías de la información y las comunicaciones (véase recuadro III.3). La existencia de una verdadera patente comunitaria,

Indicadores de aspectos estructurales de la Unión Europea

	UE			
	1999	2000	2001	2002
MERCADO DE TRABAJO:				
Tasa de empleo (de 15 a 64 años)	62,4	63,4	64,1	
Femenino	52,9	54,1	55,0	
Masculino	72,0	72,8	73,1	
Tasa de empleo (de 55 a 64 años)	37,1	37,8	38,8	
Femenino	27,1	28,0	29,1	
Masculino	47,5	48,0	48,8	
Tasa de paro	8,7	7,8	7,4	7,5
Femenino	10,2	9,2	8,5	8,6
Masculino	7,5	6,7	6,4	6,7
Tasa de paro de larga duración	4,0	3,5	3,1	
Impuestos directos y cotizaciones sociales sobre los salarios más bajos	39,1	38,6	37,8	
SOCIEDAD DEL CONOCIMIENTO:				
I+D (% del PIB)	1,9	1,9	1,9	
Porcentaje de hogares con acceso a Internet		18,3	36,1	40,4
Porcentaje de empresas con acceso a Internet			70,3	79,5
Patentes presentadas por millón de habitantes	210,4	232,7	241,2	
Gasto en tecnología de información y comunicaciones, en % del PIB	6,4	6,9	7,0	
En tecnología de información	3,9	4,2	4,2	
En comunicaciones	2,5	2,7	2,8	
Porcentaje de exportaciones de alta tecnología	18,9	19,9	19,8	
Inversión en capital-riesgo (% del PIB)	0,1	0,2	0,1	
Gasto público en educación (a)	5,0	5,0	4,9	
Formación continua (% población de 25-64)	8,2	8,5	8,4	8,4
INTEGRACIÓN ECONÓMICA Y COMPETENCIA:				
Precios sectoriales				
Precio de telecomunicaciones (euros/10 minutos)				
Llamadas locales	0,41	0,40	0,41	0,40
Llamadas nacionales	1,69	1,34	1,16	1,09
Llamadas a EEUU	3,56	3,17	2,71	2,31
Precios de electricidad (euros/KWh)				
Usuarios industriales	0,063	0,064	0,063	0,061
Hogares	0,105	0,104	0,103	0,102
Precios del gas (euros/gigajulio)				
Usuarios industriales	3,50	5,03	6,14	5,42
Hogares	6,71	7,81	8,72	8,24
Comercio exterior, en % del PIB (b)				
Comercio intracomunitario	16,3	17,8	17,6	16,9
Comercio extracomunitario	9,6	11,5	11,4	10,8

Fuente: Comisión Europea.

(a) Corresponde a la media de los cinco países para los que se dispone de información referida a 2001.

(b) Media de la suma de exportaciones e importaciones.

La especialización productiva de Europa en comparación con Estados Unidos

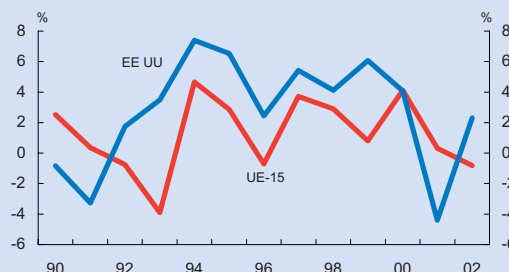
Durante la década de los noventa, la industria manufacturera europea registró tasas de crecimiento moderadas en comparación con las observadas en Estados Unidos (véase primer gráfico). Esta disparidad en los ritmos de crecimiento de las manufacturas en ambas economías volvió a emerger en el año 2002, tras la intensa caída que experimentó el valor añadido en Estados Unidos en 2001. Así, el valor añadido bruto de las manufacturas europeas registró un aumento del 1,2%, expresado a precios constantes, en el promedio del período 1990-2002, frente al 2,7% registrado en Estados Unidos en ese mismo período. El análisis de las características y de las transformaciones que ha experimentado el patrón de especialización productiva de estas áreas constituye uno de los elementos que podría ayudar a explicar las causas de este comportamiento tan dispar.

En el segundo gráfico se presenta la composición del valor añadido bruto a precios constantes de la UE y Estados Unidos para el año 2000 —último para el que se dispone de información—, agrupando las distintas industrias según su intensidad tecnológica. Como se puede apreciar, la estructura de las manufacturas europeas se caracterizaba por un predominio de las industrias de tecnología media-alta, destacando especialmente las industrias productoras de vehículos de motor, de maquinaria eléctrica y electrónica, de maquinaria y equipo mecánico y el sector químico. Las industrias tradicionales con requerimientos tecnológicos bajos y, en particular, la de alimentación, bebidas y tabaco también representaban una proporción elevada de la industria europea, en tanto que las de tecnología más avanzada tenían una dimensión reducida. En la composición de las manufacturas de Estados Unidos, la producción de las industrias de tecnología media-alta era también importante, pero destaca, sobre todo, la mayor importancia relativa de las manufacturas que incorporan las nuevas tecnologías, como las ramas de material de oficina y equipos informáticos y la de material electrónico y de comunicación.

Las transformaciones observadas durante la década de los años noventa revelan un desplazamiento de la estructura productiva de ambas áreas hacia los sectores de tecnología más elevada, en detrimento de las actividades denominadas tradicionales. Sin embargo, el aumento de la participación de las manufacturas de tecnología alta en la estructura productiva de la UE, que ascendió a 2,7 puntos porcentuales, fue más moderado que el que se registró en Estados Unidos (de 5,6 pp), ampliándose, por tanto, la brecha que tradicionalmente ha existido en el peso relativo de estos sectores entre Estados Unidos y Europa. Adicionalmente, las industrias de tecnología media-alta incrementaron de manera muy significativa su participación relativa en la estructura productiva de Estados Unidos —destacando, en particular, los aumentos observados en las ramas de maquinaria eléctrica y de maquinaria mecánica—, hasta alcanzar en el año 2000 un peso similar en ambas áreas, lo que contrasta con la posición relativa a comienzos de la década de los noventa, cuando la UE mostraba cierta especialización relativa en este tipo de producción.

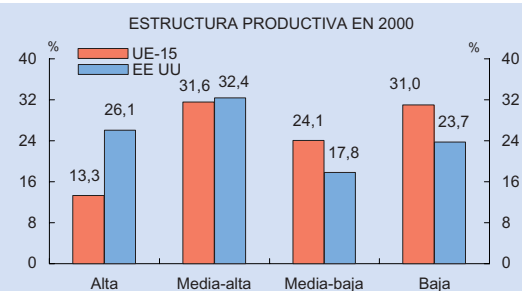
En conjunto, la expansión que han registrado las manufacturas con mayores requerimientos tecnológicos en la economía norteamericana ha sido mucho más intensa que la observada en el promedio de la UE. En consecuencia, en el año 2000 la estructura industrial del conjunto de la UE seguía presentando, en comparación con Estados Unidos, una mayor orientación hacia las ramas de contenido tecnológico más bajo. Esta mayor orientación de la industria europea hacia las actividades consideradas tradicionales, que se caracterizan por tener un menor dinamismo de la demanda mundial y unas mayores presiones competitivas procedentes de los países de industrialización más reciente, ha podido contribuir a explicar, entre otros elementos, el moderado dinamismo del sector manufacturero europeo durante esos años.

Valor añadido bruto de las manufacturas (a)

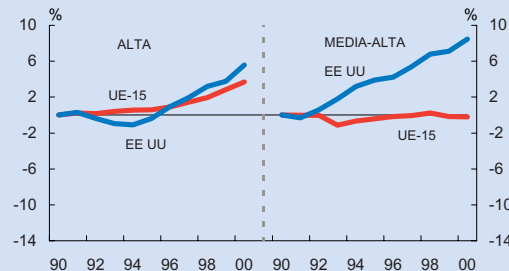


Fuentes: Banco de España, a partir de las bases de datos de AMECO (Comisión Europea).
(a) Tasas de variación de las series en moneda constante.

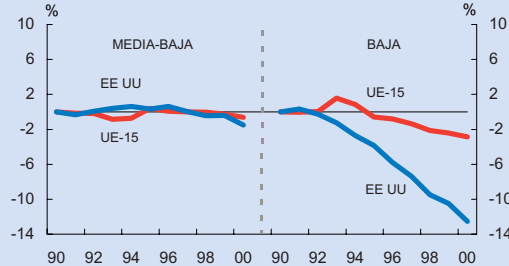
Especialización productiva por intensidad tecnológica (a)



INTENSIDAD ALTA Y MEDIA-ALTA (b)



INTENSIDAD MEDIA-BAJA Y BAJA (b)



Fuentes: Banco de España, a partir de las bases de datos de STAN (OCDE).

(a) Obtenida a partir del valor añadido en moneda constante.
(b) Variación con respecto al año 1990 de la cuota de participación de cada grupo de productos en la estructura.

factor institucional de gran importancia para las actividades de I+D, y su aplicación productiva están limitadas por la existencia de notables barreras técnicas. A este respecto, los países europeos alcanzaron en marzo de 2003 un acuerdo para que dicha patente comunitaria sea una realidad en 2005, y a un coste notablemente inferior al del sistema actual, lo que facilitará el registro y, por lo tanto, estimulará el desarrollo de invenciones industriales y científicas.

Los logros tampoco han sido satisfactorios en lo relativo al funcionamiento e integración de los mercados de productos. En el décimo aniversario del Mercado Interior se ha puesto de relieve un cierto aumento del déficit en la transposición de las directivas correspondientes, que, tras venir disminuyendo desde 1992, ha sufrido un retroceso, de forma que el porcentaje de directivas pendientes de ser transpuestas se situó en el 2,1% a finales de 2002, frente al 1,8% de mayo. Además, la aplicación efectiva de la regulación transpuesta dista de ser satisfactoria, dado que el número de procedimientos de infracción abiertos permanece estabilizado en torno a los 1.500 casos, sin que en 2002 se redujese esta cifra. En todo caso, los avances en la integración económica que tiene como objetivo el programa del mercado interior ha sufrido una cierta ralentización en algunos campos, a juzgar por los indicadores disponibles sobre comercio intracomunitario e inversión directa transfronteriza.

En las industrias de red, el proceso de liberalización continúa con cierta indecisión y con diferencias significativas entre países. En particular, en el sector de telecomunicaciones los antiguos monopolios todavía mantienen cuotas de mercado elevadas (en torno al 80% en doce Estados miembros). Ante estas limitaciones, y habiendo transcurrido ya seis años desde la liberalización del sector, la Comisión Europea estableció, en febrero de 2003, un nuevo marco regulador para ampliar la competencia en este mercado. Del mismo modo, la elevada concentración industrial en los sectores del gas y de la electricidad propicia una cierta resistencia a la baja de los precios, lo que refleja que el nivel de concurrencia sigue siendo insuficiente. Conviene recordar que en el Consejo de Barcelona se fijó el año 2004 como límite para la libre elección de proveedor de los consumidores no domésticos de gas y electricidad, y el año 2005 para alcanzar un nivel mínimo de interconexiones

eléctricas transfronterizas equivalente al 10% de la capacidad de producción. En este terreno, las conclusiones del Consejo de Bruselas incluyeron una referencia expresa a la necesidad de ultimar las reformas pendientes.

Posiblemente es en el ámbito financiero donde los progresos han sido más notorios, tras haberse completado treinta de las cuarenta y dos medidas incluidas en el Plan de Acción de Servicios Financieros de 1998, destacando los avances producidos en los mercados de valores. En este sentido, en 2002 se puso en funcionamiento el esquema propuesto en el Informe Lamfalussy para agilizar la elaboración de legislación armonizada, mediante el establecimiento de dos nuevos comités de reguladores y de supervisores. Asimismo, se aprobó la iniciativa para trasladar ese esquema al ámbito de la banca y los seguros, de forma que en el futuro también comenzarán a funcionar nuevos comités en esos campos, con la finalidad de alcanzar el objetivo de una plena integración de todos los mercados de servicios financieros en 2005. Finalmente, en marzo de 2003 se ha creado el Comité de Servicios Financieros —que sustituye al antiguo grupo de Política de Servicios Financieros—, y que se encargará de asesorar al ECOFIN en las cuestiones financieras más relevantes. La creación de este Comité supone, además, el reconocimiento de la importancia creciente que los aspectos relacionados con la estabilidad financiera tienen en el debate de las autoridades económicas europeas.

Es preciso, asimismo, destacar las iniciativas adoptadas en Europa para promover un mejor funcionamiento de los mercados de capitales, que compense la pérdida de confianza de los inversores a que dieron lugar las irregularidades contables detectadas en los últimos años en algunas empresas norteamericanas y, también, aunque en menor medida, europeas. Tras la reunión del ECOFIN Informal celebrada en Oviedo en abril de 2002, la Comisión Europea, junto con los Estados miembros, comenzó a analizar cuestiones relacionadas con la calidad de la información financiera que proporcionan las empresas, el comportamiento de los analistas y las agencias de calificación, la necesidad de independencia de las firmas auditoras y la mejora en las prácticas de gobierno dentro de las empresas. Sobre algunas de estas materias, la Comisión Europea ha publicado en mayo de este año una Comunicación en la que se detallan las medidas concretas que podrían aplicarse en el próximo futuro.

III.3. LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN Y LAS CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS EN EL ÁREA DEL EURO

III.3.1. Las decisiones de política monetaria

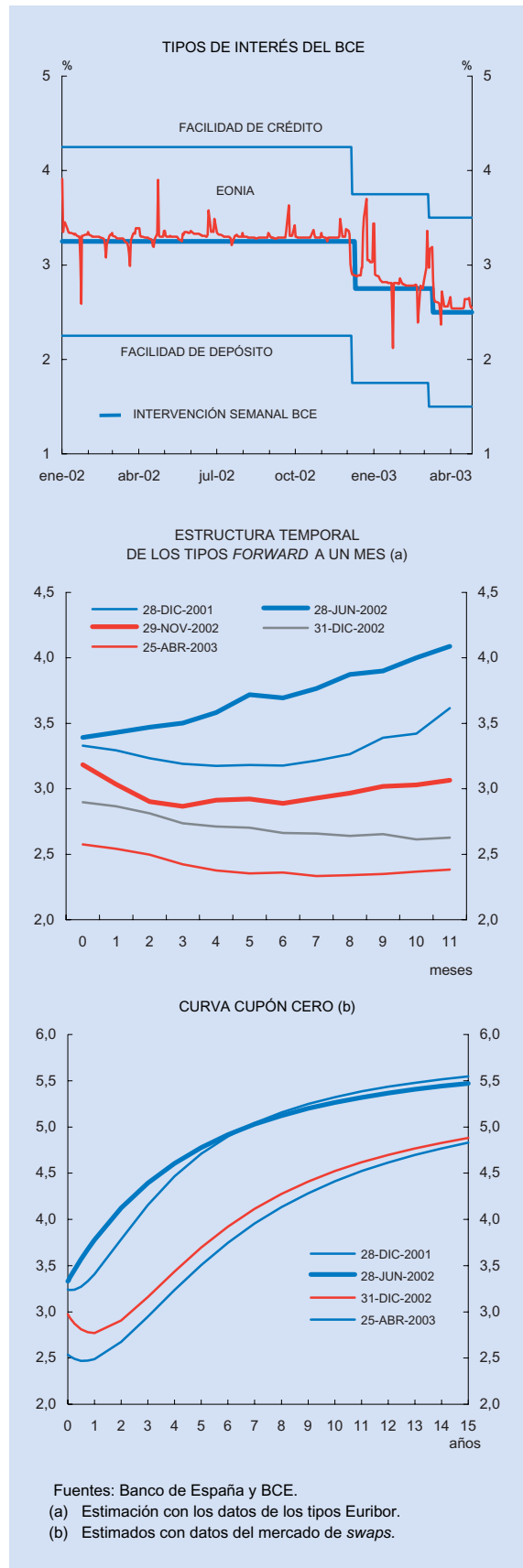
En 2002, la continuación, durante gran parte del año, de un ritmo débil de crecimiento de la actividad en la zona del euro y, particularmente, de la demanda interna, junto con una cierta resistencia a la baja de la inflación, añadió complejidad al proceso de toma de decisiones de la política monetaria, aunque no impidió que el BCE mantuviera unas condiciones monetarias propicias para el desenvolvimiento de la actividad económica compatibles con su objetivo prioritario de preservar la estabilidad de precios.

A lo largo de 2001, la existencia de unas perspectivas inflacionistas relativamente favorables había permitido al BCE acomodar su política a la desaceleración cíclica que atravesaba la zona del euro. Así, los tipos de interés se rebajaron en 1,5 pp en dicho año, hasta alcanzar el 3,25% en noviembre. En los primeros meses de 2002, los indicadores económicos que iban publicándose apuntaban hacia un aumento gradual del crecimiento del PIB real a lo largo del año, favorecido por la mejoría del contexto internacional. Al mismo tiempo, por el lado de los precios empezaron a vislumbrarse algunas presiones inflacionistas, provocadas, en parte, por la incipiente recuperación económica y por la evolución de los componentes menos volátiles del índice de precios. Por ello, los mercados comenzaron a anticipar un cambio de orientación hacia una política monetaria más restrictiva (véase gráfico III.5). Sin embargo, el Consejo de Gobierno del BCE, aunque percibía en aquel momento algunos riesgos inflacionistas, decidió mantener una actitud prudente, habida cuenta de la escasa firmeza que todavía mostraba el proceso de reactivación de la economía.

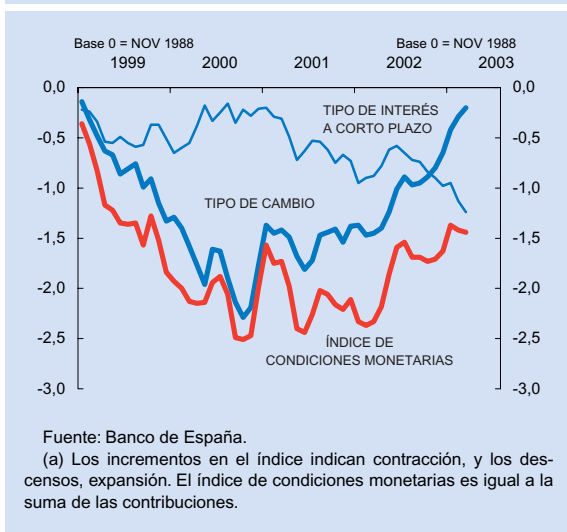
En los meses de verano empezó a constatarse que la recuperación progresaba a un ritmo inferior al previsto, tanto en la zona del euro como en su contexto exterior, a la vez que se retrasaban hasta el año 2003 las expectativas de que el PIB del área creciera en línea con su ritmo de avance potencial. Así, se observaban un deterioro de la confianza de los agentes económicos y nuevos descensos de las cotizaciones bursátiles, que influían negativamente sobre las decisiones de gasto privado. El escaso dinamismo que presentaba la actividad económica,

GRÁFICO III.5

Tipos de interés de la zona del euro



Índice de condiciones monetarias en la UEM y contribuciones (a)



junto con la apreciación que venía registrando el euro —ligada a la tensión internacional, los desequilibrios de la economía norteamericana y la excesiva depreciación acumulada por la moneda europea desde 1999—, aliviaban las presiones de precios, que, no obstante, continuaban siendo alimentadas por el incremento experimentado en la cotización del crudo y la inercia que seguían manteniendo los salarios, a pesar de la debilidad que mostraba la actividad.

En los últimos meses del año se produjo un nuevo empeoramiento de las expectativas de crecimiento del área del euro en el corto y medio plazo. A la vez, el tipo del cambio del euro intensificó la tendencia apreciatoria, lo que mitigaba el efecto alcista sobre los precios del repunte del precio en dólares del barril de petróleo, y los componentes menos volátiles de la inflación comenzaron a ceder, por primera vez en el año. Por otra parte, las caídas adicionales de las cotizaciones bursátiles y el elevado nivel de las primas de riesgo de la renta fija privada, junto con la propia revalorización del euro, implicaban unas condiciones financieras más restrictivas de lo que podía desprenderse de la simple observación del nivel de los tipos de interés y del ritmo de expansión de los agregados monetarios (véase gráfico III.6). Todo ello aconsejó que el Consejo de Gobierno del BCE redujera, en su reunión del 5 de diciembre de 2002, 50 puntos básicos el tipo de sus operaciones principales de financiación, que se situó en el 2,75%. En los primeros meses de 2003,

las condiciones económicas globales sufrieron un nuevo deterioro, debido al agravamiento de la crisis política asociada al conflicto de Irak y al consecuente aumento de la inestabilidad en los mercados financieros y cambiarios. En este contexto, el día 6 de marzo, el BCE relajó de nuevo el tono de su política monetaria, fijando el tipo de intervención en el 2,50%.

En cuanto a la instrumentación de la política monetaria, a lo largo de los años 2001 y 2002 se observó, en determinados momentos de marcadas expectativas bajistas, que las cantidades demandadas en las subastas de liquidez se situaban por debajo de las necesidades de liquidez estimadas por el Eurosistema, lo que dificultaba el funcionamiento ordenado de los mercados monetarios. Ante esta situación, el BCE ha planteado una revisión del marco operativo, que entrará en vigor en el año 2004 y que se explica con detalle en el recuadro III.4.

Asimismo, en los primeros meses de 2003 el Eurosistema realizó una profunda evaluación del comportamiento de la estrategia de política monetaria durante los cuatro años transcurridos desde el comienzo de la Unión Monetaria. Como resultado de esta evaluación, el Consejo de Gobierno concluyó que la estrategia había funcionado de manera satisfactoria. Además, acordó confirmar la definición de estabilidad de precios como «un incremento interanual del índice de precios de consumo del área del euro inferior al 2%». Al mismo tiempo, aclaró que, en el cumplimiento de su objetivo de mantener la estabilidad de precios, intentará que la inflación se sitúe próxima al 2% a medio plazo, con objeto de minimizar los riesgos de deflación y de tener en cuenta los posibles sesgos en la medición de los precios de consumo y las implicaciones de los diferenciales nacionales de inflación en el área del euro. Por su parte, señaló que sus decisiones de política monetaria continuarán estando basadas en un análisis exhaustivo de los riesgos para la estabilidad de precios en el marco de los dos pilares. Acordó, no obstante, una modificación de la estructura de los comunicados públicos del Presidente, que tendrá por objeto subrayar la existencia de una valoración unificada de las perspectivas de precios basada en la evaluación en paralelo de los desarrollos macroeconómicos y de la evolución monetaria. El análisis económico permitirá identificar los riesgos inflacionistas a corto y medio plazo, mientras que el monetario servirá como contraste del anterior con una perspectiva de medio y largo plazo. Este último seguirá

Las medidas para incrementar la eficiencia del marco operativo de la política monetaria

El marco operativo de la política monetaria única incluye, como uno de sus elementos básicos, un coeficiente de reservas mínimas, mediante el que se exige a las entidades de crédito que mantengan un determinado saldo medio de liquidez en sus cuentas en el banco central del país en el que operan, a lo largo de un intervalo concreto, conocido como período de mantenimiento. El Eurosistema, además, suministra el grueso de la liquidez a través de las operaciones principales de financiación (OPF), que, desde junio de 2000, se celebran mediante una subasta a tipo variable —mediante la modalidad americana o a tipo múltiple—, con un tipo de interés mínimo para las pujas.

Esta manera de establecer las reservas mínimas ejerce un efecto estabilizador sobre los tipos de interés del mercado monetario, ya que, enfrentadas a un déficit (superávit) inesperado de liquidez, las entidades no se ven obligadas a acudir inmediatamente a dicho mercado para equilibrarlo —lo que empujaría los tipos al alza (a la baja)—, sino que pueden hacer uso de sus depósitos en el banco central y compensar, en los días posteriores, el efecto que ello haya tenido sobre su saldo medio (1). Sin embargo, esta propiedad estabilizadora se debilita en contextos en los que se generalizan expectativas —en ocasiones, infundadas— de cambios en el tipo de intervención del Eurosistema. El segundo cuadro adjunto ilustra este hecho a partir de la experiencia de las cuatro OPF del año 2001, en las que, ante el convencimiento por parte del mercado de una inmediata relajación de la política monetaria, las cantidades demandadas se situaron por debajo de las necesidades estimadas de liquidez del sistema.

Así, si una entidad espera un recorte de tipos, querrá disminuir su saldo en el banco central hoy, cuando la liquidez es relativamente más cara, con la intención de reponerlo después de la rebaja. Esto se traducirá en una presión bajista sobre los tipos de interés interbancarios. El cuadro muestra cómo, en los días previos a esas subastas, el diferencial del EONIA sobre el tipo mínimo de las subastas tendió efectivamente a situarse por debajo de su media. Pero, además, la entidad demandará menos fondos en la OPF. Si estas expectativas son generalizadas, las cantidades solicitadas en la subasta resultarán, globalmente consideradas, insuficientes para cubrir las necesidades del sistema e inmediatamente después de la subasta se evidenciará la escasez de liquidez, con lo que los tipos en los mercados monetarios tenderán, como confirma el cuadro, a situarse por encima de su media. En definitiva, las expectativas terminan provocando que los tipos experimenten una mayor volatilidad que la que puede resultar deseable.

Este es el contexto en el que hay que situar las medidas recientemente adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE de modificar el calendario de los períodos de mantenimiento y reducir el plazo de vencimiento de las OPF de dos a una semana (2). Junto con la decisión adoptada en otoño de 2001, de que, con carácter general, la evaluación de la orientación de la política monetaria —y, eventualmente, las modificaciones del tipo de intervención— solo tendrá lugar en la primera de las dos reuniones que el Consejo de Gobierno celebra cada mes, estos cambios permitirán eliminar los efectos desestabilizadores de las expectativas sobre los mercados monetarios.

De este modo, tras las nuevas medidas, cada período de mantenimiento comenzará con la primera OPF posterior a la reunión del Consejo en la que se evalúa la orientación de la política monetaria única, y terminará justo antes de la subasta equivalente del mes siguiente. Las OPF, además, dejarán de solaparse como hasta ahora, por lo que ninguna de ellas proporcionará liquidez que se pueda utilizar para cubrir las reservas mínimas correspondientes a dos períodos de mantenimiento consecutivos. En consecuencia, al comienzo de cada uno de ellos, las entidades conocerán el tipo mínimo de la subasta que registrará para todas las subastas en las que pueden conseguir liquidez para cubrir las reservas mínimas correspondientes a ese período concreto. Así, aun cuando, en un momento dado, las entidades anticiparan un cambio en el tipo mínimo, sabrían que dicho cambio no ocurriría hasta que concluyera el actual período de mantenimiento y, por tanto, no tendrían ningún incentivo para modificar ni la gestión de sus depósitos en el banco central ni el volumen de sus pujas en las subastas de liquidez del Eurosistema.

Desviaciones típicas de las variaciones diarias en los tipos de interés a un día

	EONIA (UEM)	Fed Funds (EEUU)	Sonia (Reino Unido)
1999-2002	0,148	0,153	0,536
1999	0,173	0,184	0,406
2000	0,143	0,151	0,586
2001	0,155	0,182	0,493
2002	0,118	0,068	0,629

Desviaciones del diferencial EONIA-tipo mínimo de las OPF con respecto a su media (a)

Puntos básicos

	Cinco días antes de la OPF	Cinco días después
OPF		
13-feb-01	-8,8	31,6
10-abr-01	-8,8	74,2
9-oct-01	-10,8	8,6
2-nov-01	-6,8	25,0

Fuente: Banco de España.

(a) Desviación (en promedio de los cinco días) de la diferencia entre el EONIA y el tipo mínimo de la OPF con respecto a la media de dicha serie entre junio y noviembre de 2001.

(1) El primer cuadro muestra, a título ilustrativo, la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo que ha resultado de los diferentes marcos operativos de las políticas monetarias de la UEM, Estados Unidos y el Reino Unido.

(2) Está previsto que entren en vigor durante el primer trimestre de 2004.

GRÁFICO III.7

Tipos de cambio nominales del euro frente al dólar y al yen



Fuente: Banco de España.

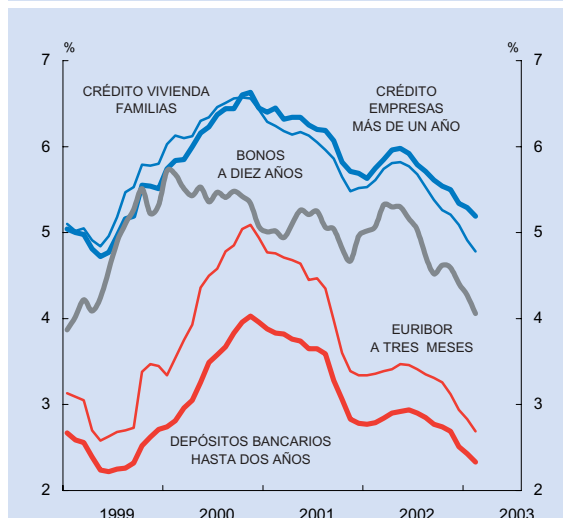
incorporando un conjunto amplio de indicadores, entre los que se encuentra M3, cuyo valor de referencia dejará de ser revisado por el Consejo de Gobierno con una frecuencia anual.

III.3.2. La evolución financiera en la zona del euro

La evolución a lo largo del año de los mercados monetarios y de deuda estuvo, en gran medida, condicionada por el cambio en las expectativas de crecimiento en el área. Hasta el mes de mayo, los tipos de interés de los depósitos interbancarios experimentaron aumentos crecientes con el plazo, que determinó un cambio de la pendiente de la curva de rendimientos respecto a la existente en diciembre del año anterior. La mejora de las perspectivas económicas mundiales también contribuyó a un repunte de los tipos de interés de largo plazo de la zona del euro, en línea con los movimientos observados en otras áreas económicas. Sin embargo, a partir de junio, el pesimismo sobre la evolución futura de la actividad propició un descenso continuado de las rentabilidades negociadas. La disminución de los tipos de largo plazo fue, en cierto modo, el resultado de los desplazamientos financieros que se produjeron desde la renta variable hacia activos más seguros, en un contexto de elevada incertidumbre. Del mismo modo, la trayectoria del tipo de cambio del euro también registró dos períodos diferenciados: tras la debilidad que siguió

GRÁFICO III.8

Tipos de interés de la zona del euro

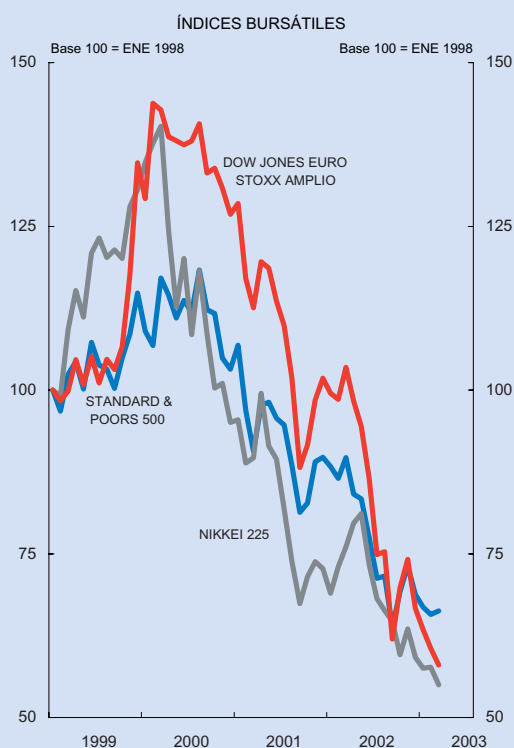


Fuentes: Banco de España y BCE.

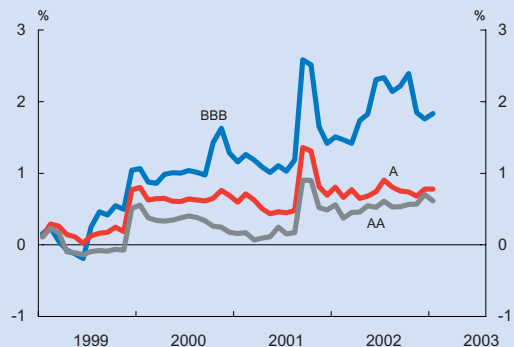
mostrando hasta el mes de abril, en mayo inició una senda ascendente hasta principios de 2003, de forma que, entre finales de 2001 y mediados de mayo de 2003, acumuló una apreciación del 30% en relación con el dólar (véase gráfico III.7).

Por su parte, la evolución a lo largo del año de los tipos de interés fijados por las entidades de crédito y depósito con su clientela fue similar a la de los tipos del mercado interbancario (véase gráfico III.8). El tipo de interés del crédito a empresas de más de un año se situaba en diciembre de 2002 medio punto porcentual por debajo del nivel de finales de 2001, aunque es probable que el empeoramiento en la calidad crediticia de los prestatarios se haya visto reflejada también en una mayor cautela por parte de las entidades en la concesión de financiación. En este sentido, el aumento de las primas de riesgo de la renta fija privada y el notable empeoramiento de las cotizaciones bursátiles por tercer año consecutivo dificultaron la financiación de las empresas para acometer proyectos de inversión (véase gráfico III.9). En particular, los índices europeos sufrieron caídas superiores a las registradas en otras áreas, como consecuencia, en gran medida, del deterioro de las perspectivas de rentabilidad de importantes proyectos empresariales relacionados con la informática y las telecomunicaciones, por el sensible debilitamiento de las perspectivas macroeconómicas y por la desfavorable evolución de las empresas aseguradoras europeas, especialmente castigadas por algunos desastres —como el 11 de septiembre o las

Índices de los mercados bursátiles y tipos de los bonos corporativos (a)



DIFERENCIALES CON BONOS DE DEUDA PÚBLICA A LARGO PLAZO



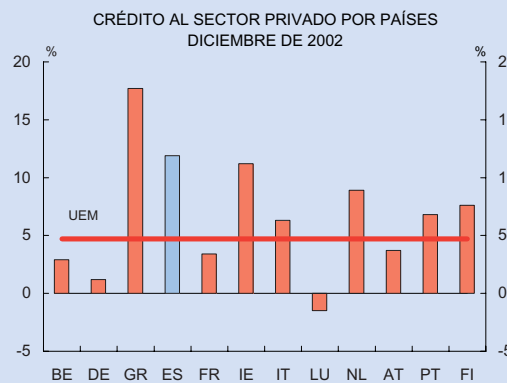
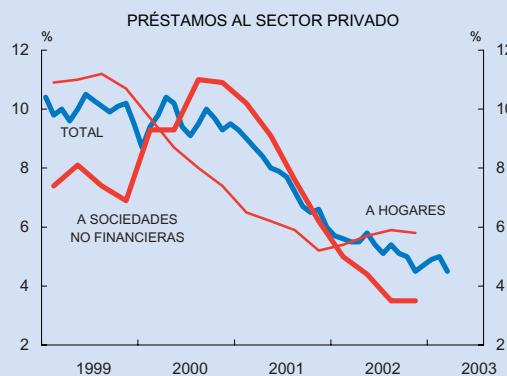
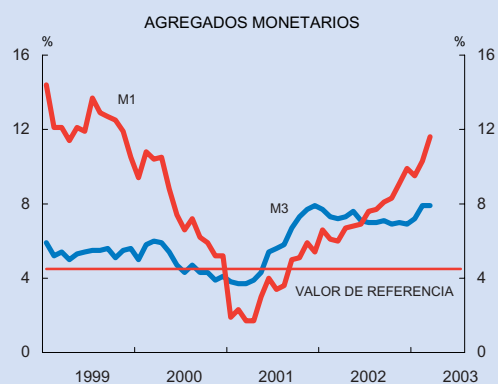
Fuentes: Banco de España y BCE.

(a) Bonos emitidos por sociedades no financieras denominados en euros.

inundaciones del verano de 2002— y por la propia disminución del valor de sus activos negociables (véase recuadro V.2).

Los intensos desplazamientos financieros en las carteras de los agentes también se reflejaron en un fuerte aumento de la demanda de activos líquidos, por lo que M3 mantuvo durante todo el año tasas de incremento relativamente elevadas, alrededor del 7% (véase gráfico III.10). Dado que esa mayor preferencia por la liquidez no respondía a la necesidad de

**Agregados monetarios y crediticios en la zona del euro
Tasas de variación interanuales**



Fuentes: Banco de España y BCE.

realizar transacciones, sino a motivos de recomposición de cartera, el BCE estimó que el fuerte incremento de los activos líquidos no suponía, por sí mismo, riesgos para la estabilidad de precios, en el marco de su estrategia de dos pilares, por lo que no interfirió con las decisiones efectuadas de relajación del tono de la política monetaria.

La financiación concedida por las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) al sector privado registró, a lo largo del año 2002, una tasa de expansión

moderada (4,7%). El menor dinamismo de la actividad económica de la zona del euro y el deseo de las empresas no financieras de recomponer su situación patrimonial compensaron el efecto de la reducción de los tipos de interés.

El análisis por sectores revela la pérdida de ritmo del crédito otorgado a las empresas no financieras y el aumento del suministrado a las familias, debido a la fortaleza que mantienen los préstamos para la adquisición de vivienda. El endeudamiento de las familias, por lo tanto, volvió a aumentar en 2002, hasta situarse en el 51% del PIB, *ratio* inferior a la vigente en Estados Unidos, Japón o el Reino Unido. Por su parte, el nivel de endeudamiento de las empresas no financieras —que incorpora, además del crédito, los bonos corporativos y las reservas de fondos de pensiones— mostró un mayor dinamismo que los préstamos bancarios, si bien ralentizó igualmente su avance en 2002. A pesar de ello, las *ratios* de endeudamiento del sector en términos del PIB se han mantenido en niveles históricamente elevados —en torno al 60%—, resultado, en gran medida, del considerable aumento de la financiación que ocasionaron, entre 1998 y 2000, las operaciones de adquisiciones y fusiones corporativas y la contratación de licencias de explotación de telefonía móvil de tercera generación (UMTS). Aun así, la carga financiera de la deuda de las empresas no financieras a finales de 2002 se situaba por debajo de la registrada a comienzos de la década de los años noventa, dada la disminución de los tipos de interés.

Por países, el crédito al sector privado no financiero también mostró un comportamiento muy he-

terogéneo. Las economías para las que la incorporación a la UEM ha supuesto una reducción más intensa de los tipos de interés nominales o en los que la compra de activos inmobiliarios se ha mantenido vigorosa, fueron las que experimentaron los mayores ritmos de crecimiento de la financiación (véase gráfico III.10). En el lado opuesto, destacó el caso de Alemania, donde la desfavorable situación cíclica, junto con una mayor cautela de las entidades en su política de concesión de préstamos, en parte relacionada con ciertas debilidades estructurales en el sector, ha conducido a un estancamiento en el crédito otorgado al sector privado.

El moderado ritmo de expansión del crédito, junto con el aumento de la captación de pasivos bancarios, hizo posible que las entidades de crédito aumentaran de forma notable sus activos netos frente al exterior. De esta forma, el pasado año, los préstamos netos de las IFM de la zona del euro al resto del mundo, alcanzaron un importe de 137 mm de euros, lo que contrasta con el elevado flujo de financiación captado en el exterior por las IFM durante los años 1999 y 2000. En 2002 se produjo, asimismo, un aumento de las entradas netas de capital en inversiones de cartera y una disminución significativa de las salidas por inversiones directas. En términos de la balanza básica —definida aquí como la balanza por cuenta corriente y de capital, junto con el saldo neto de las inversiones directas y de cartera—, esos movimientos condujeron a que la zona del euro registrara un superávit en 2002, por primera vez desde el establecimiento de la UEM, lo que ha podido favorecer el aumento de valor del euro a lo largo del año.

CAPÍTULO IV

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

IV.1. LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

IV.1.1. Las condiciones monetarias y financieras

A lo largo del pasado año, las condiciones relativas de financiación, que se analizan con mayor detalle en el capítulo siguiente, mostraron en España un grado de holgura considerable, mayor que en la media de la UEM. En un contexto en el que, pese a la incertidumbre reinante, las empresas y las familias han mantenido su confianza en la consolidación de un marco de estabilidad macroeconómica, esta holgura de las condiciones financieras impulsó a unas y a otras a recurrir a un mayor endeudamiento para financiar sus decisiones de gasto, contribuyendo de esta forma a limitar la intensidad y el alcance de la actual fase de desaceleración cíclica.

Como se ha comentado en el capítulo anterior, los tipos de interés del mercado monetario del área del euro retomaron, a partir de mediados de 2002, la senda descendente que caracterizó su comportamiento a lo largo de 2001, condicionados por las expectativas de bajada del tipo de interés de intervención del BCE —bajadas que terminarían produciéndose en diciembre y, de nuevo, en marzo del año en curso—. En España, los tipos de interés bancarios activos y pasivos se movieron en esa misma dirección, si bien el descenso fue más acusado en los primeros, que cerraron el año 46 puntos básicos por debajo del registro correspondiente a diciembre de 2001; por su parte, los tipos pasivos se redujeron en 16 puntos básicos. Esta tendencia se ha prolongado en los primeros meses de 2003.

La rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo también se redujo considerablemente a lo largo de 2002, hasta situarse al final del ejercicio en el entorno del 4,4%, para el plazo de diez años,

con un diferencial prácticamente nulo con respecto a los valores equivalentes emitidos por el Tesoro alemán, tendencia que se ha mantenido en la primera parte del año en curso. Sin embargo, la traslación de estos movimientos a los costes de financiación relevantes para las decisiones empresariales no ha debido de ser completa, ya que las primas de riesgo de las grandes sociedades españolas, negociadas en los mercados de derivados de crédito, aumentaron y algunas de ellas, incluso, sufrieron una revisión a la baja de su calidad crediticia.

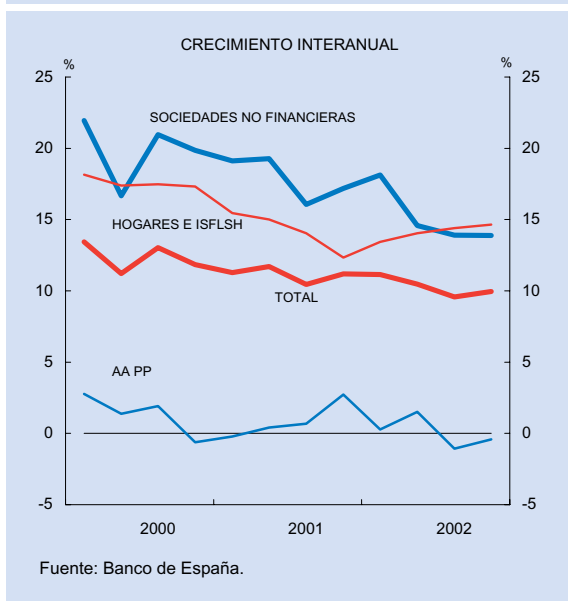
El impacto de las reducciones de los tipos de interés a corto y largo plazo sobre los indicadores habituales de condiciones monetarias y financieras se vio ampliado por el aumento de la tasa de inflación con respecto al año anterior. Por el contrario, la paulatina apreciación del euro a lo largo de 2002, comentada con detalle en el capítulo anterior, operó en la dirección opuesta, del mismo modo que lo hizo la evolución de las cotizaciones bursátiles.

De hecho, por tercer año consecutivo los principales índices bursátiles nacionales experimentaron retrocesos (del 28,1% en el caso del IBEX 35), que fueron similares a los registrados en Estados Unidos, pero inferiores a los que tuvieron lugar en la mayoría de las plazas europeas. Las menores cotizaciones vinieron acompañadas, además, de una elevada volatilidad, que se ha mantenido en los primeros meses de 2003, reflejando las altas cotas de incertidumbre que todavía caracterizan la situación actual en las principales economías desarrolladas.

El impacto negativo del descenso del precio de las acciones sobre la riqueza de las familias españolas tendió a verse compensado por el efecto positivo derivado de la revalorización de la vivienda, que es su principal activo. El precio medio de las viviendas tasadas creció en 2002 un 16,6% según los datos

GRÁFICO IV.1

Financiación de los sectores residentes no financieros



oficiales del Ministerio de Fomento, 1,2 puntos porcentuales más que en 2001, con lo que acumula un incremento superior al 70% en los últimos cuatro años. Este aumento se explica, en buena parte, por la evolución de los determinantes fundamentales del precio de este activo, como la renta y los tipos de interés. A pesar de ello, resulta cada vez más evidente la presencia de un elemento de sobrevaloración que es probable que se corrija, normalmente de manera gradual, en el futuro, tal y como ocurrió tras la última fase expansiva de este mercado, a principios de la pasada década de los años noventa.

En estas condiciones, el crecimiento interanual de la financiación recibida por los hogares españoles se situó, en 2002, en el entorno del 15%, por encima de la tasa registrada un año antes, y la tasa de crecimiento interanual de la financiación captada por las sociedades no financieras se situó alrededor del 14%, si bien en este caso dicha cifra refleja una desaceleración con respecto al año anterior, en línea con lo que cabría esperar del carácter comparativamente más procíclico que generalmente muestra el crédito empresarial (véase gráfico IV.1).

La evolución expansiva de la financiación al sector privado no financiero en 2002 determinó que las *ratios* de endeudamiento de hogares y sociedades se incrementaran hasta alcanzar niveles elevados. La carga financiera asociada, sin embargo, se mantuvo relativamente estable —incluso disminuyó ligera-

mente en el caso de las familias—, gracias a la evolución ya comentada de los tipos de interés. Aunque los incrementos de sus pasivos fueron compatibles con el mantenimiento de unas posiciones patrimoniales sólidas en ambos sectores, los niveles más elevados de endeudamiento conllevan una mayor exposición de las empresas y las familias españolas ante posibles perturbaciones que puedan afectar negativamente a sus ingresos, su riqueza o sus costes financieros.

IV.1.2. Las políticas macroeconómicas internas

En el año 2002, la política fiscal se orientó, por segundo año consecutivo, al logro del equilibrio presupuestario, y así quedó reflejado en los Presupuestos Generales del Estado. No obstante, los Presupuestos se elaboraron en un momento de gran incertidumbre sobre el escenario macroeconómico internacional —tras los sucesos del 11 de septiembre—, lo que determinó la puesta en marcha de una serie de actuaciones para impulsar la actividad y la innovación. La Actualización del Programa de Estabilidad 2001-2005 —que se presentó en diciembre de 2001— incorporaba ya una previsión de crecimiento del PIB en 2002 del 2,4%, algo más moderada de la que figuraba en el proyecto inicial de Presupuestos, aunque reiteró el objetivo de déficit cero.

Los Presupuestos estimaban que la consecución de una posición equilibrada en el saldo de las operaciones no financieras de las AAPP se obtendría a partir de un déficit del Estado de cinco décimas del PIB, una posición de equilibrio de las Administraciones Territoriales y un superávit de la Seguridad Social, también de cinco décimas del PIB. De este modo, se preveía que en 2002 se mantuviera el esfuerzo realizado por los distintos niveles de gobierno para alcanzar el equilibrio presupuestario, aunque los últimos datos disponibles para el 2001 y, como se verá más adelante, también para el 2002 indican un menor esfuerzo fiscal de las Comunidades Autónomas, contrarrestado por unos resultados más favorables de la Seguridad Social.

Las medidas fiscales discrecionales fueron numerosas en el año 2002 y trataron de cumplir diversos objetivos. Por una parte, se prolongó la vigencia de todas aquellas actuaciones que en los últimos años habían sustentado el descenso del gasto corriente primario —actualización de los sueldos de funciona-

rios según la previsión oficial de inflación y mantenimiento de la limitación de la oferta de empleo público, principalmente—, al tiempo que se programaba un mayor dinamismo para la inversión pública. Por otra parte, se congelaron la tarifa y los mínimos personal y familiar del IRPF, y se revisaron al alza algunas figuras tributarias vinculadas a la imposición indirecta (tasas, tipo general del IVA sobre peajes, motocicletas y propano y butano e impuestos especiales sobre alcoholes, cerveza y tabaco) y se creó un nuevo impuesto sobre ventas minoristas de carburantes, en el ámbito de la reforma de la financiación autonómica. Por último, se introdujo una serie de medidas, principalmente a través del Impuesto de Sociedades, destinadas a impulsar la actividad, fomentar la innovación y la utilización de las nuevas tecnologías, así como a lograr una mayor neutralidad en el tratamiento de las concentraciones de empresas. Entre ellas, cabe señalar las nuevas deducciones de la cuota (por inversiones en activos destinados a actividades de I+D e innovación tecnológica y por aportaciones de las empresas a los planes de pensiones de empleados), la ampliación del ámbito de aplicación en los incentivos fiscales a las Pymes y la reducción del gravamen sobre las plusvalías reinvertidas, que, como se verá en el epígrafe IV.7, tuvo un efecto transitorio muy positivo sobre la recaudación del Impuesto de Sociedades a lo largo del 2002.

Se esperaba que con este conjunto de actuaciones la política fiscal ejerciera un efecto moderadamente restrictivo en 2002, que permitiera alcanzar, por segundo año consecutivo, una posición próxima al equilibrio o en superávit, en cumplimiento de los requerimientos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Según las proyecciones fiscales de la Actualización del Programa de Estabilidad (2001-2005), dicha posición debía consolidarse a lo largo del período de proyección, con la obtención de sendos superávit de la cuenta de las AAPP en 2004 y 2005, del 0,1% y del 0,2% del PIB, respectivamente. Esta mejora en las posiciones fiscales en el medio plazo vendría acompañada de un descenso significativo de la *ratio* de deuda pública en relación con el PIB, desde un nivel del 55,7% en 2002 al 50% en 2005.

En relación con otros aspectos relacionados con la actuación de las AAPP, en el 2002 se puso en marcha el nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas de régimen común, de gran trascendencia por sus implicaciones en términos de la profundización del proceso de descentralización y de corresponsabilidad fiscal. La adopción del nuevo

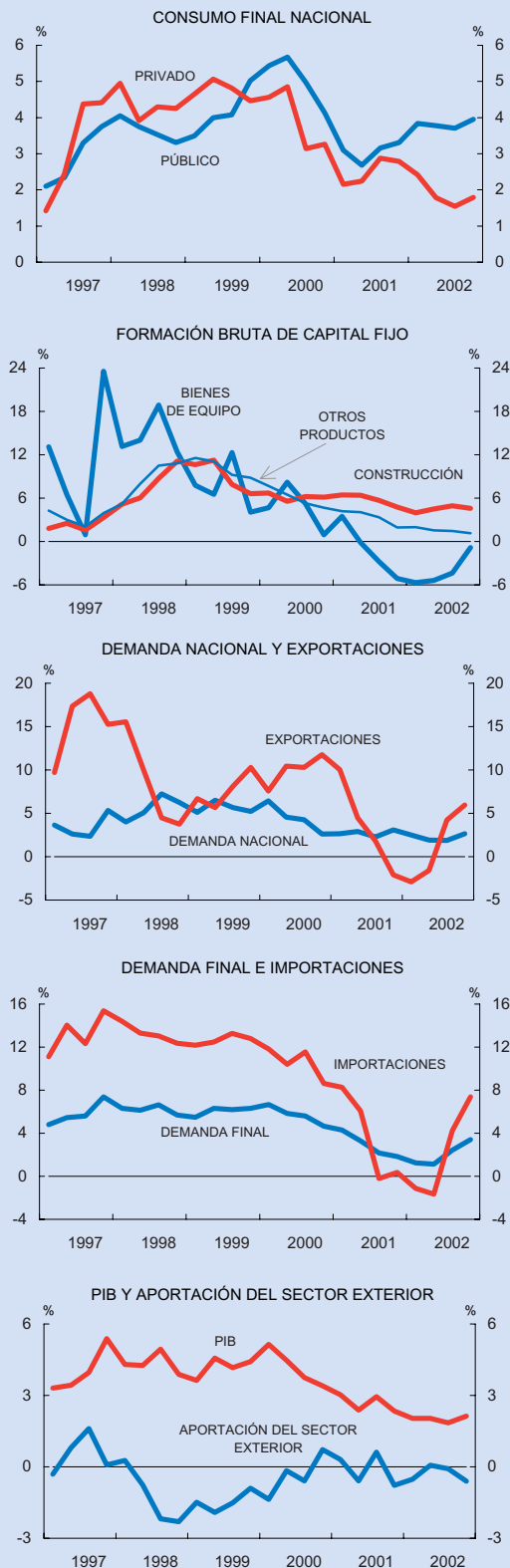
sistema —que pasó a tener carácter permanente y único para todas las CCAA— supuso la introducción de una reforma profunda del sistema anterior, dado que posibilitó la integración de la financiación de la sanidad y de los servicios sociales en el sistema global de financiación, amplió los recursos tributarios con base territorial que financian el gasto de las CCAA y se concedió mayor capacidad normativa a las CCAA en relación con los impuestos cedidos. Su puesta en marcha supone, sin embargo, la asunción de nuevos retos, ya que su correcto funcionamiento requerirá reforzar la transparencia en la ejecución presupuestaria de las CCAA e intensificar la coordinación entre los distintos niveles de gobierno de las AAPP.

En el ámbito de los sistemas de pensiones, en el transcurso del año se fue introduciendo una serie de medidas que resultaban de la aplicación del Acuerdo para la mejora y el desarrollo del sistema de protección social, firmado un año antes. Algunas de ellas —que se incluyeron en los Presupuestos de 2002— se dirigieron a mejorar las pensiones de viudedad y de orfandad, así como algunas pensiones mínimas, por lo que ejercieron un efecto expansivo sobre el gasto en prestaciones sociales. Se realizaron también algunas actuaciones para reforzar la posición financiera de la Seguridad Social en el largo plazo, entre las que cabe destacar la incorporación en los Presupuestos de una nueva dotación al fondo de reserva para las pensiones —de 1.202 millones de euros— y una serie de medidas para incrementar la tasa de ocupación y la tasa de participación de los mayores. Estas últimas se instrumentaron a través de dos vías, principalmente: el recorte de las aportaciones empresariales en las cotizaciones de la Seguridad Social, y la instauración de un sistema de jubilación gradual y flexible que, entre otros desarrollos, permita compatibilizar la pensión de jubilación y la realización de un trabajo a tiempo parcial (1). No se abordó, sin embargo, la solicitada reforma en profundidad del sistema de pensiones, que permita eliminar los riesgos derivados del previsto envejecimiento de la población española sobre la sostenibilidad futura de las finanzas públicas. En este sentido se pronunciaron la Comisión Europea y el Consejo ECOFIN en su evaluación de la Actualización del Programa de Estabilidad de España (2001-2005), al tiempo que valoraron favorablemente el esfuerzo

(1) Tal y como se regula en el Real Decreto-Ley 16/2001, de 27 de diciembre; en la Ley 35/2002, de 12 de julio, y en su posterior desarrollo reglamentario a través del Real Decreto 1132/2002, de 31 de octubre.

GRÁFICO IV.2

Principales agregados macroeconómicos (a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad en términos reales.

de consolidación fiscal realizado en estos últimos años.

La política de empleo, por su parte, continuó orientada a la promoción del empleo estable y de la ocupación de los colectivos con tasas de desempleo más elevadas, a través de la extensión del contrato indefinido de fomento y del mantenimiento de las bonificaciones en las cotizaciones sociales. Además, el Gobierno adoptó en el mes de mayo una reforma del sistema de las prestaciones por desempleo y del subsidio agrario, que se plasmó en el Real Decreto-Ley 5/2002, de medidas urgentes para la reforma del sistema de protección por desempleo y de mejoras de la ocupabilidad, parcialmente revisado durante su tramitación parlamentaria. El Real Decreto modificó, entre otros aspectos, las condiciones generales para acceder al desempleo y mantener el cobro de las prestaciones, al requerir la firma por parte de los desempleados de un compromiso de actividad, ampliar la definición de empleo adecuado y establecer un régimen sancionador más estricto, de aplicación en caso de no aceptación de un puesto de trabajo considerado adecuado. Asimismo, restringió el acceso de nuevos beneficiarios al sistema de subsidio agrario existente hasta ese momento para los trabajadores eventuales de Andalucía y Extremadura, e instauró un nuevo sistema de carácter contributivo, adaptado a las características del empleo agrario y común para todas las CCAA; más recientemente (2), se ha establecido un sistema asistencial para los nuevos trabajadores eventuales agrarios de Andalucía y Extremadura, que intenta paliar algunas de las principales deficiencias del sistema anterior. Este conjunto de medidas trata de reforzar el vínculo entre la percepción de prestaciones y el proceso de búsqueda de empleo por parte de los desempleados, incrementando su potencial de ocupación. Por el contrario, no se produjeron avances en la reforma de la negociación colectiva.

Por último, las políticas de liberalización y de incremento de la competencia en los mercados de bienes y servicios se centraron nuevamente en el desarrollo de algunas de las medidas todavía pendientes de instrumentar del paquete liberalizador de junio de 2000 (principalmente, la segregación del accionariado de las empresas propietarias de las redes de distribución de hidrocarburos líquidos y del gas, y el desarrollo de un sistema económico inte-

(2) El pasado 11 de abril, con la aprobación del Real-Decreto 426/2003.

Consumo y formación bruta de capital fijo por sectores institucionales (a)

	% PIB		Tasas de variación					
	1995	2002	1997	1998	1999	2000	2001	2002
HOGARES E ISFLSH:								
Gasto en consumo final	59,8	59,2	3,2	4,4	4,7	3,9	2,5	1,9
<i>Consumo duradero</i>	6,6	7,8	9,9	12,9	12,2	1,3	0,5	1,0
<i>Consumo no duradero</i>	53,2	51,4	2,3	3,2	3,6	4,4	2,8	2,0
Inversión interna residencial (b)	5,7	6,5	0,3	8,6	8,6	8,6	1,7	1,5
EMPRESAS:								
Inversión productiva privada (c)	12,6	14,9	7,8	9,7	9,8	7,1	3,5	0,4
<i>Construcción y otros productos</i>	6,3	7,4	4,6	3,0	11,1	10,4	9,6	6,2
<i>Equipo y otros productos</i>	6,3	7,5	10,7	15,2	8,7	4,6	-1,4	-4,8
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS:								
Gasto en consumo final	18,1	18,1	2,9	3,7	4,2	5,0	3,1	3,8
Formación bruta de capital fijo	3,7	3,3	2,4	14,1	4,9	-5,8	5,2	6,2
<i>De la cual:</i>								
<i>Construcción y otros productos</i>	2,9	2,4	1,2	18,3	5,1	-9,9	5,1	6,4
PRO MEMORIA:								
Formación bruta de capital fijo	22,0	24,7	5,0	10,0	8,7	5,7	3,2	1,4
<i>Equipo</i>	6,1	7,1	10,8	14,5	7,6	4,7	-1,2	-4,1
<i>Construcción</i>	12,6	13,8	2,3	7,8	9,0	6,2	5,8	4,5
<i>Otros productos</i>	3,3	3,8	3,3	8,7	10,1	6,0	3,4	1,5

Fuentes: INE y Banco de España.
(a) Datos en términos reales.
(b) Excluye la inversión realizada por los empresarios autónomos.
(c) Incluye la inversión realizada por los empresarios autónomos.

grado del sector gasista). También se adoptaron medidas para reforzar el sistema de defensa de la competencia, mediante la modificación de la naturaleza jurídica del Tribunal de Defensa de la Competencia —que pasó a ser organismo autónomo en 2002— y el incremento de su autonomía financiera.

IV.2. LA DEMANDA

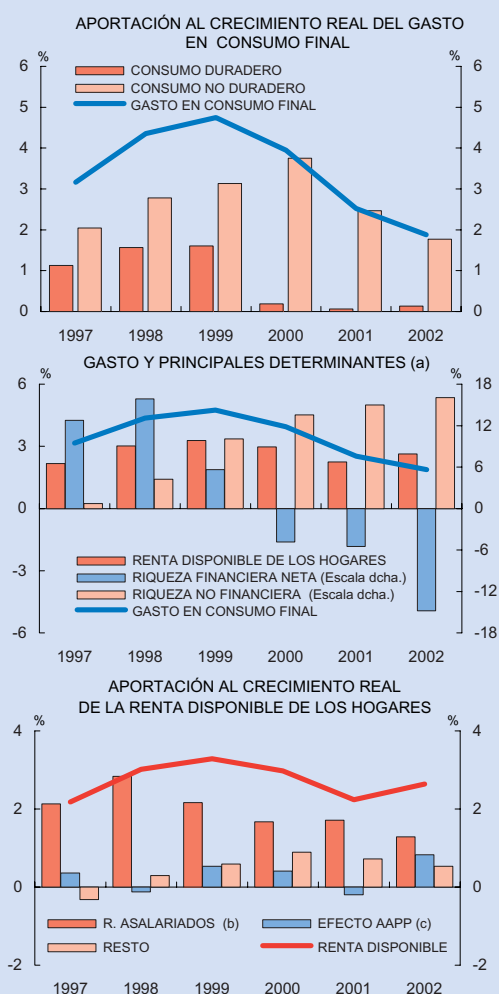
En el marco de las condiciones monetarias y financieras y de las políticas económicas descritas en el epígrafe anterior, el gasto interno continuó desacelerándose en el año 2002, en tanto que la debilidad imperante en el entorno internacional inducía también un menor crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios. En conjunto, la demanda final creció un 2,1%, frente al 2,9% de 2001, mostrando un perfil de clara desaceleración en la primera parte del año, y una ligera mejora en el segundo semestre,

basada, principalmente, en la recuperación de las exportaciones (véase gráfico IV.2). Dentro de la demanda nacional, que avanzó un 2,2% en 2002, cinco décimas menos que el año precedente, la inversión en bienes de equipo registró un notable recorte, mientras que el gasto en construcción y el consumo público continuaron proporcionando soporte a la actividad.

Por su parte, el gasto en consumo final de los hogares moderó su crecimiento en 2002, si bien en los últimos meses del año tendió a estabilizar su tasa de variación. Así, el incremento medio anual de esta variable fue del 1,9 %, seis décimas menos que en el año 2001, período en el que ya había experimentado una intensa desaceleración (véase cuadro IV.1). Atendiendo a la finalidad del gasto, la pérdida de dinamismo afectó al consumo no duradero y, dentro del duradero, a las compras de vehículos —las matriculaciones descendieron más de un

GRÁFICO IV.3

Consumo final de los hogares e ISFLSH



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas de variación real.
 (b) Neta de cotizaciones sociales.
 (c) Incluye prestaciones sociales e impuestos sobre renta y patrimonio.

6,5%—, mientras que las compras de otros bienes duraderos vinculados a la vivienda experimentaron una notable recuperación.

Entre los factores que contribuyeron al avance del consumo en 2002 cabe citar, en primer lugar, la renta disponible, que se aceleró ligeramente en relación con el año anterior. En efecto, a pesar del aumento en la tasa de inflación, la renta bruta disponible creció un 2,6%, en términos reales, tres décimas por encima del incremento registrado en 2001 (véase gráfico IV.3). Esta moderada recuperación se debió a la mayor aportación de las Administraciones Públicas y a la mejora en la contribución de las rentas netas de la propiedad. A su vez, la incidencia positiva del sector público sobre la renta de las familias fue consecuencia de una aportación más elevada de las prestaciones sociales. La contribución de las rentas salariales —excluidas las cotizaciones sociales— experimentó, en cambio, un ligero descenso, reflejo del ritmo más moderado, aunque siempre positivo, de creación de empleo asalariado; en cualquier caso, los salarios y el empleo continuaron siendo los factores más importantes, detrás del aumento de la renta disponible.

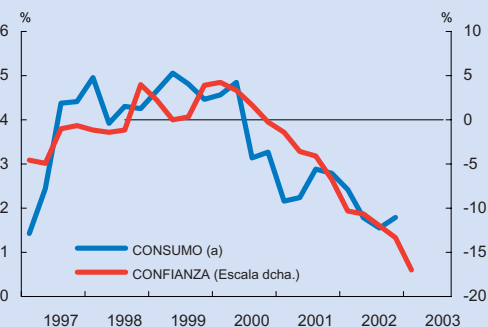
Como se ha señalado, los descensos en los tipos de interés que tuvieron lugar en 2002 ejercieron un efecto moderador sobre la carga financiera neta de las familias. Este efecto ha venido a sumarse al que habitualmente se produce a través de la sustitución de consumo futuro y el menor incentivo al ahorro.

Las decisiones de gasto de las familias también se vieron influidas por la evolución de su patrimonio neto, en el que, como ya se ha señalado y se recoge en el gráfico IV.3, confluyeron dos efectos de distinto signo. Por una parte, la riqueza financiera neta de los hogares registró una pérdida de valor, que se añadió a los descensos que tuvieron lugar en años anteriores, incidiendo negativamente sobre su capacidad de gasto. Por otra parte, la notable revalorización de la riqueza inmobiliaria de los últimos años ha tendido a compensar el efecto restrictivo sobre el consumo de las pérdidas de riqueza financiera.

Finalmente, las turbulencias que afectaron a los mercados financieros internacionales, el creciente nivel de incertidumbre sobre la evolución futura de la economía mundial y los riesgos inherentes a la situación geopolítica influyeron en la confianza de los consumidores, que experimentó un notable deterioro a lo largo de todo el año (véase gráfico IV.4). Esta

GRÁFICO IV.4

Consumo final de los hogares e indicador de confianza



Fuentes: INE y Comisión Europea.
 (a) Tasa de crecimiento interanual de la serie real ajustada de estacionalidad del gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH.

Factores explicativos de la desaceleración del consumo privado

En el año 2002, el gasto en consumo final de los hogares españoles prolongó la desaceleración iniciada en el año 2000. Durante la fase alcista del actual ciclo económico, entre 1997 y 1999, el consumo de las familias había experimentado un rápido avance, con un crecimiento medio anual del 4%, muy por encima del que registraron los países del área del euro y cercano al crecimiento del consumo en Estados Unidos (véase el cuadro adjunto). Los factores que explican este rápido crecimiento y la desaceleración posterior se encuentran estrechamente relacionados con la situación cíclica de la economía española y las variaciones de la riqueza o patrimonio neto de los hogares, y están en consonancia con los principales determinantes del consumo agregado que sugiere la teoría económica. Así lo indican los resultados de la ecuación de consumo del modelo trimestral del Banco de España (MTBE).

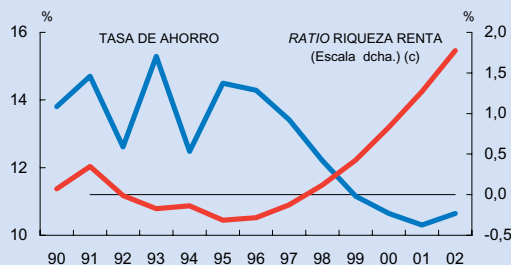
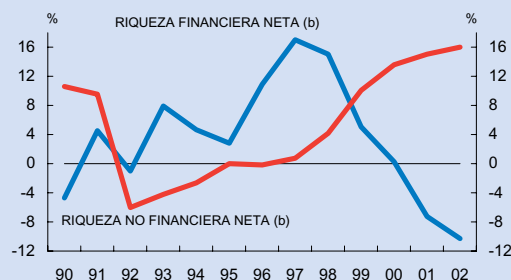
La literatura teórica que analiza las decisiones de gasto de las economías domésticas en un marco de elección intertemporal, indica que el gasto agregado en consumo depende de la renta y de la riqueza no humana, esto es, del patrimonio neto que los hogares mantienen invertido en activos reales y financieros. 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, de forma indirecta, un efecto renta sobre el consumo, cuyo signo depende de la posición patrimonial (acreedora o deudora) de los hogares y un efecto riqueza, al incidir sobre el valor de mercado del patrimonio real y financiero. Por último, el grado de incertidumbre constituye un factor adicional que influye sobre las decisiones de consumo y ahorro de los hogares.

La ecuación de consumo del MTBE incorpora estos factores determinantes, si bien el grado de incertidumbre que rodea las decisiones de las familias solo se incorpora en la medida en que afecta a otras variables que se incluyen en la ecuación. En el cuadro adjunto se presentan las aportaciones de estos factores al crecimiento anual del consumo durante la década de los años noventa y los primeros años de la actual, distinguiendo entre períodos de mayor o menor intenso crecimiento de esta variable. Se observa que la renta real constituye el principal determinante del consumo final de los hogares, aunque el perfil temporal de este agregado se encuentra significativamente afectado por otras variables. En la última fase expansiva de la economía (1997-1999), el crecimiento del consumo de las familias fue notablemente superior a la contribución de la renta real, debido, fundamentalmente, al aumento del valor real de la riqueza del sector. El comportamiento de la riqueza financiera, determinado por la revalorización de los activos financieros, explica el elevado crecimiento del patrimonio neto de las familias entre 1996 y 1999 (véase gráfico adjunto). Con posterioridad, el notable incremento de la riqueza inmobiliaria ha sostenido el avance de la riqueza total, que creció a un ritmo menor, ya que el valor de los activos financieros netos se ha reducido en los dos últimos años. Esta evolución del patrimonio neto de las familias ha propiciado una menor contribución de la riqueza al crecimiento del consumo entre 2000 y 2002, que explica, en gran medida, la desaceleración de esta variable, a pesar de haberse mantenido la aportación de la renta disponible. Por otra parte, el progresivo descenso del tipo de interés real desde mediados de los noventa ha tendido a favorecer el avance del consumo. Aunque la contribución directa de este factor ha sido en promedio moderada, una parte importante de la revalorización de la riqueza se ha debido, de hecho, a la reducción de los tipos de interés, de modo que su contribución por esta vía indirecta ha podido ser muy superior.

El último panel del gráfico recoge las implicaciones que ha tenido la evolución del consumo y de sus principales determinantes sobre la tasa de ahorro de las familias. El fuerte crecimiento de la riqueza de los hogares en la segunda mitad de los noventa, en la medida en que se ha trasladado al gasto de consumo en bienes y servicios, explica, en gran parte, el aumento de la propensión media al consumo y el paulatino descenso de la tasa ahorro en ese período. A este descenso contribuyeron también la reducción del tipo de interés real y la incidencia favorable que tuvo la perspectiva de integración en la Unión Monetaria sobre las expectativas de los consumidores. No obstante, este proceso de reducción de la tasa de ahorro ha ido moderándose, llegando a su fin en el año 2002, a medida que los principales factores que lo alimentaban (aumento de la riqueza real y financiera, descenso del tipos de interés real) han ido agotándose y que las perspectivas sobre la situación futura de la economía se han hecho más inciertas.

Consumo de los hogares
Aportaciones a la variación anual (a) %

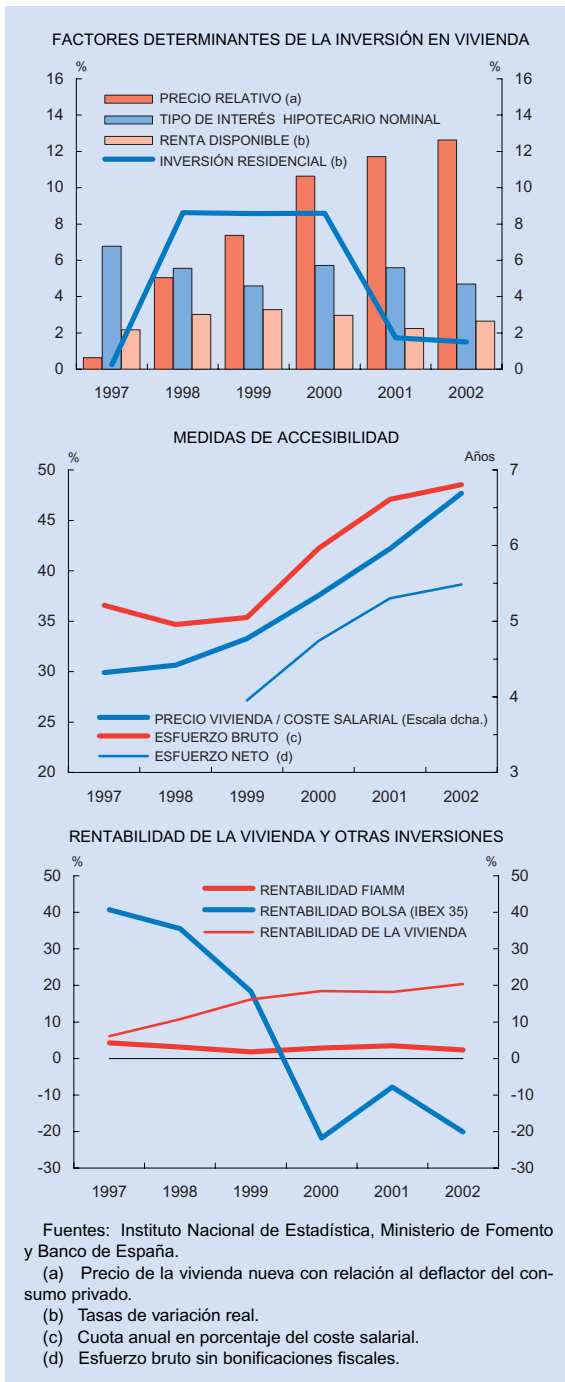
	1991-1993	1994-1996	1997-1999	2000-2002
Consumo privado	1,0	1,6	4,0	2,7
Renta bruta disponible	3,0	1,0	2,4	2,5
Riqueza	-0,6	0,4	1,1	0,6
Tipo de interés	0,1	0,0	0,2	0,0
<i>Dummies</i> y comp.				
no explicado	-1,5	0,2	0,3	-0,4
PRO MEMORIA:				
Tasa de ahorro	14,2	13,8	12,3	10,5



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) En términos reales.
(b) Deflactado por el deflactor del consumo. Tasa de variación.
(c) Variación acumulada.

GRÁFICO IV.5

Inversión residencial



pérdida de confianza pudo afectar negativamente al consumo, favoreciendo el ahorro por motivo precaución, si bien resulta difícil precisar su contribución. En conjunto, la información disponible indica que la tasa de ahorro de las familias se situó en el 10,6% en el año 2002, unas décimas por encima de su nivel en 2001. En el recuadro IV.1 se realiza un análisis de los factores que explican la evolución del consumo privado y de la tasa de ahorro en una perspectiva tempo-

ral más amplia, que abarca desde el inicio de la década de los años noventa hasta la actualidad.

La inversión interna residencial realizada por las familias continuó moderando su ritmo de avance durante el pasado año, tras haber experimentado una notable expansión en el período 1998-2000 (véase gráfico IV.5). Entre los factores que han determinado el menor dinamismo de la adquisición de viviendas en los años 2001 y 2002 cabe destacar el menor crecimiento de la renta disponible de las familias y el aumento acumulado por el precio relativo de la vivienda, que fue del 50% entre 1998 y 2002. Este notable encarecimiento ha quedado reflejado en el deterioro experimentado por los indicadores de accesibilidad —como la relación entre el precio de la vivienda y la renta real por hogar o el coste salarial— y en el continuo incremento del esfuerzo necesario para adquirir una vivienda mediante financiación bancaria, a pesar de la disminución de los tipos de interés nominales. El efecto desincentivador producido por el encarecimiento ha debido de ser particularmente relevante para familias que demandan una vivienda como residencia habitual.

No obstante, los aumentos del precio de la vivienda, en la medida en la que hayan alimentado las expectativas de revalorización de los activos inmobiliarios, han podido estimular también su demanda como forma de colocación de la riqueza, especialmente dada la baja rentabilidad que siguieron proporcionando las colocaciones alternativas en activos financieros en 2002 —por debajo, incluso, del rendimiento derivado del alquiler—, como se recoge en el gráfico IV.5. En este sentido, el dinamismo de la adquisición de segundas residencias y el mantenimiento de un porcentaje significativo de viviendas desocupadas, de acuerdo con el último censo, indicarían que este tipo de demanda ha sido de gran importancia en los últimos años. Asimismo, la demanda ejercida por no residentes, aunque mostró signos de cierta desaceleración, continuó presionando sobre el mercado inmobiliario español en el último año, como lo pone de manifiesto el aumento de la inversión extranjera en inmuebles.

Se estima que, en el conjunto del año 2002, la formación bruta de capital fijo de las empresas aumentó un 0,4%, prolongando, por tercer año consecutivo, el proceso de desaceleración que inició este agregado en el año 2000. Como se recoge en el cuadro IV.1, la evolución de la inversión empresarial durante el pasado año fue el resultado de comportamientos dispares de sus componentes por tipo de

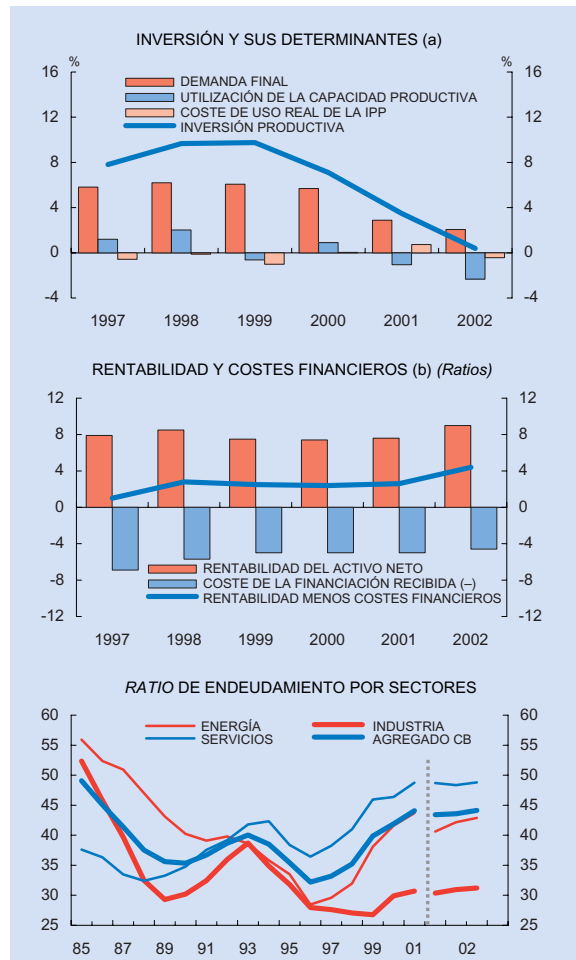
producto. Así, mientras que la inversión en construcción mantuvo un crecimiento elevado, estabilizado en torno al 6,2% a lo largo del año, la inversión en bienes de equipo experimentó un descenso sustancial, que en media anual se cifró en el -4,8%, si bien en los meses finales del ejercicio el ritmo de deterioro tendió a frenarse. En relación con la inversión en construcción, en 2002 cabe señalar que, aunque la edificación no residencial mostró un dinamismo elevado, es especialmente destacable la pujanza mostrada por la inversión en obra civil de las empresas públicas más relevantes, y, en particular, el importante volumen de gasto en infraestructuras ferroviarias, que la Contabilidad Nacional contabiliza como inversión empresarial.

El escaso dinamismo de la inversión productiva privada en el pasado año respondió, en primer lugar, al debilitamiento de la demanda final, que, como se refleja en el gráfico IV.6, apenas avanzó un 2,1%, a lo que cabe añadir el mantenimiento desde la segunda mitad de 2001 de un clima de notable incertidumbre sobre el entorno económico internacional, que siguió afectando a las expectativas empresariales en 2002, de forma especialmente intensa en la primera parte del año. Frente a ello, el coste de uso del capital, medida que refleja el diferencial entre el tipo de interés nominal y el incremento de precios de los bienes de inversión, se redujo, en parte, por el menor aumento del precio de estos activos, lo que pudo condicionar su impacto expansivo.

La debilidad de la demanda final se reflejó en un recorte de la utilización de la capacidad productiva en la industria, que se situó en torno al 76% durante los tres primeros trimestres del año, claramente por debajo de su media histórica (78,2%). Por otra parte, de acuerdo con la información contenida en la encuesta semestral de inversiones, las previsiones de inversión para 2002 de las empresas industriales se fueron revisando sistemáticamente a la baja desde el otoño de 2001. No obstante, como ya se ha señalado, la inversión en bienes de equipo mostró una cierta mejora a partir de la segunda mitad del año, al recortar su ritmo de descenso. Este cambio fue acorde con el mayor dinamismo experimentado por la demanda final en el segundo semestre, impulsada por un comportamiento más expansivo de las ventas al exterior. Tanto el indicador de confianza de la industria como los resultados de la encuesta semestral de inversiones, correspondiente al otoño de 2002, reflejaron esa mejoría, proyectando también una modesta recuperación para el año corriente (véase gráfico IV.7).

GRÁFICO IV.6

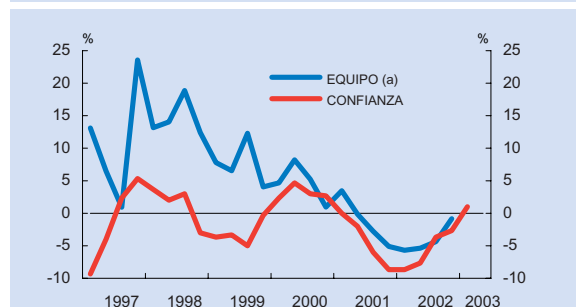
Inversión productiva privada



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea y Banco de España.
 (a) Tasas de variación real y diferencias para el grado de utilización de la capacidad productiva instalada y para el coste de uso real de la IPP.
 (b) Datos obtenidos de la CBA hasta 2001 y de la CBT para 2002.

GRÁFICO IV.7

Inversión en bienes de equipo e indicador de confianza industrial



Fuentes: INE y Comisión Europea.
 (a) Tasa de crecimiento interanual de la serie real ajustada de estacionalidad de la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo.

Asimismo, la utilización de la capacidad productiva en la industria se incrementó en los meses finales del pasado año, situándose en el 79,3%, por encima de su media histórica.

Como se ha señalado, el coste de uso del capital experimentó un descenso en el año 2002, tanto si se mide en relación con el deflactor del PIB como si se compara con el coste del factor trabajo (véase gráfico IV.6). En términos generales, las condiciones de financiación para las empresas españolas siguieron siendo favorables en el último año. De acuerdo con la información de la Central de Balances Trimestral, los gastos financieros redujeron considerablemente su peso en la estructura de costes de las empresas, como consecuencia de la caída en los tipos de interés, lo que, conjugado con el avance experimentado por la rentabilidad del activo neto, determinó una ampliación importante del diferencial entre ambos. Los menores tipos de interés permitieron contrapesar el efecto del ligero aumento de la *ratio* de endeudamiento de las empresas sobre la carga financiera asociada.

Por otra parte, en relación con el posible efecto de desplazamiento de la inversión interior que pudieron tener en el pasado las nuevas oportunidades de inversión en el exterior —fundamentalmente, en Latinoamérica—, cabe señalar que, partir del año 2001, los flujos de inversión directa hacia el exterior se han reducido considerablemente, en relación con el extraordinario nivel que alcanzaron en el año 2000, de forma que en 2002 se cifraron en el 2,8% del PIB, frente al 9,5% registrado dos años antes.

La relativa atonía de la inversión realizada por las empresas españolas contribuye al bajo crecimiento de la productividad de la economía española y puede limitar el proceso de convergencia real con el núcleo de las economías de la Unión Europea —en el recuadro IV.2 se hace un análisis de la contribución de un tipo específico de inversión, la materializada en productos TIC, al crecimiento del producto y de la productividad—. Del análisis anterior se desprende que las empresas españolas registran niveles de rentabilidad elevados y mantienen posiciones financieras saneadas, que no suponen obstáculo alguno para la recuperación de la inversión, aunque los niveles de endeudamiento que se han alcanzado pudieran frenar la intensidad de la materialización de nuevos proyectos en condiciones menos favorables de financiación. En estas circunstancias, para que la inversión adquiera mayor empuje es necesario, no

solo que se atenúe el clima de notable incertidumbre económica y que mejoren las perspectivas de crecimiento, sino también que el funcionamiento de la economía sea lo suficientemente flexible y eficiente para que las empresas puedan desarrollar plenamente sus oportunidades de expansión.

En el año 2002, la variación de existencias tuvo una aportación positiva de una décima al crecimiento del PIB, en consonancia con el comportamiento anticíclico de esta variable. La encuesta de coyuntura industrial reflejó un aumento del componente involuntario de existencias en la segunda mitad del año, que obedeció a la acumulación de existencias en la industria de bienes intermedios y, de forma más acusada, en la industria de bienes de consumo. Cabe destacar, en sentido contrario, el perfil decreciente mostrado por las existencias en la industria de bienes de equipo, acorde con la tendencia a la recuperación de la inversión observada en el segundo semestre de 2002.

Por lo que se refiere a la demanda ejercida por las Administraciones Públicas en el año 2002, su gasto en consumo final creció un 3,8%, en términos reales, frente al 3,1% del año anterior (véase cuadro IV.1). En términos nominales, la aceleración fue similar, alcanzando un crecimiento del 7%. Esta evolución se explica por una expansión significativa de las compras netas del sector público (como consecuencia, en parte, de los gastos derivados del hundimiento del buque Prestige) y de las transferencias sociales en especie, que compensó el menor ritmo de expansión de la remuneración de los asalariados al servicio de las Administraciones Públicas. La remuneración de asalariados creció un 5,2%, un punto menos que en el ejercicio precedente, debido al menor ritmo de creación de empleo público, ya que la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado se mantuvo. Por su parte, la inversión pública continuó registrando un gran dinamismo, alcanzando un crecimiento real del 6,2%, relacionado con la ejecución del plan de inversión en infraestructuras.

Pasando ahora a analizar la demanda exterior, hay que recordar, de nuevo, que el año 2002 se inició en medio de un incierto panorama internacional, de forma que las exportaciones reales de bienes y servicios comenzaron el ejercicio acentuando la evolución contractiva con la que habían finalizado el año anterior, como se recoge en el gráfico IV.2. En los meses centrales del año, sin embargo, al hilo de

La contribución de las nuevas tecnologías al crecimiento de la economía española

Durante la segunda mitad de la década pasada se produjo una aceleración en la difusión de las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) en el conjunto de actividades productivas en la economía española, que se manifestó en un incremento destacado de la inversión en bienes de equipo TIC, favorecido por los descensos de precios y las mejoras de calidad de estos bienes. La evidencia disponible muestra que la elevada acumulación de este tipo de capital contribuyó significativamente al crecimiento del producto y de la productividad del trabajo.

Con el fin de evaluar las diferencias en el patrón de incorporación de bienes de equipo TIC en los procesos productivos de los sectores manufactureros y de los servicios de mercado, resulta útil descomponer el crecimiento del producto y de la productividad aparente del trabajo en las contribuciones de los distintos factores productivos —distinguiendo, entre ellos, la dotación de capital ligado a las nuevas tecnologías— y de la productividad total de los factores (PTF). A su vez, la contribución de cada factor viene dada por el producto de su tasa de variación y de la participación de su coste en el coste total de los factores. Análogamente, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo puede descomponerse en términos de las contribuciones factoriales y de la PTF. En este caso, cada contribución factorial es el producto de la tasa de variación de la relación entre ese factor y el trabajo y de la participación de su coste en el coste total de los factores. Dada la falta de información agregada para el análisis de la contribución del capital TIC al crecimiento —en particular, la inexistencia de una medición adecuada del stock de capital TIC—, se ha utilizado como fuente de información una muestra de empresas de la Central de Balances del Banco de España para el período 1992-2001. Los resultados del ejercicio de descomposición del crecimiento para las grandes ramas se obtienen a partir de la agregación de los resultados de la descomposición del crecimiento para cada empresa de la muestra (1).

Los resultados pueden sintetizarse como sigue. En primer lugar, la contribución del capital TIC al crecimiento del producto y de la productividad, aunque modesta en términos absolutos, ha sido destacada en ambas ramas de actividad. En particular, esta contribución ha sido especialmente elevada en las ramas de servicios de mercado, para las que, en el conjunto del período, la acumulación de capital TIC explica algo más del 20% del crecimiento de la productividad del trabajo. En segundo lugar, el elevado ritmo de acumulación de capital TIC, en el período 1997-2001, explica el notable incremento observado de la contribución al crecimiento económico de este tipo de capital, a pesar de la caída del coste del capital TIC en los costes totales. De nuevo, este rasgo ha sido más acusado en las ramas de servicios, en las que la contribución del capital TIC al crecimiento del valor añadido representó 0,42 puntos porcentuales, en el período 1997-2001, frente a 0,17 en el período 1992-1996. En las manufacturas, el incremento de esta aportación ha sido más modesto. El hecho de que los principales sectores usuarios de las nuevas tecnologías sean sectores de servicios —comunicaciones, servicios empresariales, distribución— es coherente con el mayor ritmo de acumulación de capital TIC y la mayor contribución de este al crecimiento en las ramas de servicios, en relación con lo observado en las manufacturas.

Además, el ejercicio de descomposición del crecimiento realizado pone también de manifiesto el notable aumento de la contribución del trabajo al crecimiento del producto, en el período 1997-2001, debido tanto al importante proceso de creación de empleo, en la segunda parte de la muestra, como al aumento de la participación de la remuneración del trabajo en los costes totales. Por otro lado, la PTF ha experimentado una ligera desaceleración en las manufacturas y una cierta aceleración en los sectores de servicios, aunque sin alcanzar el ritmo de crecimiento de la PTF observado en las manufacturas.

(1) Los sesgos inherentes en la composición de la muestra empleada, que dificultan la agregación de los resultados obtenidos para cada empresa individual, obligan a interpretar la evidencia obtenida con cierta cautela.

Contribución del capital TIC al crecimiento del VAB y de la productividad del trabajo (a)

	Manufacturas (b)		Servicios de mercado (b)	
	1992-1996	1997-2001	1992-1996	1997-2001
Crecimiento del VAB (%)	1,79	4,39	0,67	5,42
<i>Contribuciones de:</i>				
Empleo (c)	-1,68	1,62	0,03	3,44
TIC	0,11	0,19	0,17	0,42
Resto del capital	-0,18	0,02	0,27	0,30
PTF	3,54	2,56	0,21	1,26
Crecimiento de la productividad del trabajo (%) (c)	3,89	2,44	0,56	1,37
<i>Contribuciones de:</i>				
TIC (d)	0,16	0,14	0,14	0,30
Resto del capital (d)	0,19	-0,27	0,21	-0,19
PTF	3,54	2,56	0,21	1,26
Participación en los costes totales (%)				
TIC	1,77	1,44	2,37	2,13
Resto del capital	17,63	13,68	19,02	13,71
Crecimiento de los factores productivos (%)				
Empleo (c)	-2,11	1,95	0,11	4,05
TIC	3,87	10,15	4,28	13,86
Resto del capital	-1,28	0,45	0,27	1,08

(a) Cifras promedio anual para los subperíodos considerados.

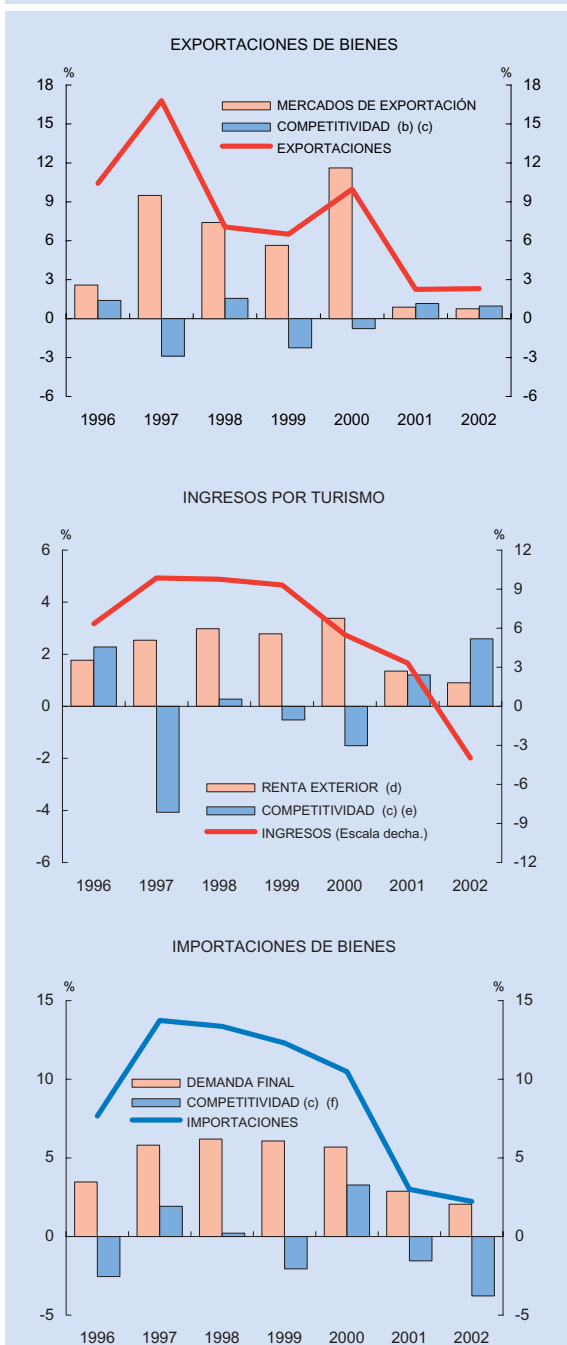
(b) Las cifras para las grandes ramas se obtienen como la media de los distintos sectores que las integran, ponderados por su peso en el valor añadido. Los resultados para cada sector se obtienen como la media simple de las empresas que lo integran.

(c) En horas.

(d) La contribución de cada tipo de capital al crecimiento de la productividad del trabajo se obtiene como el producto de la tasa de variación de la relación entre ese tipo de capital y el trabajo, y de la participación de su coste en el coste total de los factores.

GRÁFICO IV.8

Demanda exterior (a)



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

- (a) Tasas interanuales de variación real.
 (b) Medida por los precios relativos de exportación, aproximados por los deflatores.
 (c) Los valores negativos indican una ganancia de competitividad, y los positivos, una pérdida.
 (d) Media del PIB de los países de procedencia del turismo español, ponderados según la importancia relativa del número de visitantes.
 (e) Índice de competitividad frente a los países desarrollados, medido con precios de consumo.
 (f) Precios de las importaciones no energéticas españolas en relación con el índice de precios industriales no energético.

la recuperación de los mercados exteriores, experimentaron un notable impulso, que se consolidó en los meses finales del ejercicio. En el conjunto del año, el incremento de las exportaciones, en términos reales, fue de 1,4%, dos puntos menos que en 2001. Por componentes, se apreciaron comportamientos muy diferentes de bienes y servicios, pues mientras las ventas de mercancías avanzaron a una tasa similar a la de 2001 (2,3%) —aunque con un perfil opuesto—, las de servicios se desaceleraron sensiblemente, disminuyendo un 0,6%; el retroceso experimentado por los ingresos por turismo, en términos reales, un -4%, fue el motivo principal de este mal resultado.

En el transcurso del año 2002, los mercados exteriores mantuvieron un tono deprimido, próximo al del año anterior; aunque su evolución por áreas económicas fue desigual. Mientras que los mercados de la zona del euro intensificaron su deterioro y se contrajeron ligeramente, los del resto del mundo remontaron la recesión de principios del año e iniciaron una trayectoria de modesto dinamismo. En este contexto, en los primeros meses del año las exportaciones reales de bienes mantuvieron el tono contractivo con el que finalizaron el ejercicio anterior, mostrando una tendencia moderadamente positiva a partir del segundo trimestre, que se afianzó en la segunda parte del año, hasta alcanzar, como ya se ha señalado, un crecimiento promedio del 2,3%. En cualquier caso, el crecimiento de las exportaciones en los dos últimos años ha sido menor que el registrado en la década anterior, lo que pone de manifiesto el impacto depresivo que ha tenido la simultaneidad de la reciente etapa de desaceleración cíclica en las distintas regiones.

Otro elemento relevante para evaluar el escaso avance de las exportaciones de bienes en 2002 es el deterioro de la posición competitiva de los productos españoles, que tuvo lugar progresivamente, a medida que la revalorización del euro incidía en la apreciación de los índices de precios y costes relativos (véase gráfico IV.8). La pérdida de competitividad se produjo a pesar de la contención de los precios de exportación, que determinó una sensible contracción de los márgenes del sector exportador, como se comenta en el epígrafe IV.6. Es importante tener en cuenta que la evolución del tipo de cambio afecta a la competitividad no solo en los mercados de fuera de la zona euro, sino en la zona euro también, donde los productos españoles compiten con importaciones de otras áreas geográficas.

El desigual panorama de las economías que configuran nuestros mercados exteriores determinó un comportamiento diferenciado de las exportaciones por áreas económicas. Según los datos desagregados de la estadística de Aduanas, las ventas reales de mercancías dirigidas a la UE registraron un crecimiento nulo en 2002, en línea con el estancamiento de este mercado, a pesar de experimentar una recuperación en el tercer trimestre del año. En términos nominales, las ventas a nuestros principales países clientes evolucionaron a ritmos más modestos que el año precedente, y las dirigidas a Alemania disminuyeron. Por el contrario, las exportaciones de bienes al resto del mundo iniciaron su despegue con anterioridad a las de la zona euro —ya en el segundo trimestre del año— y, estimuladas por el auge de la demanda de algunas zonas, se aceleraron notoriamente al final del ejercicio, en el que crecieron un 5% en términos reales, ganando cuota de mercado. Como viene sucediendo en los últimos años, las ventas a los países candidatos a la UE mostraron una solidez notable, en línea con el dinamismo de estas economías; también destacó el avance de las ventas a los países de la OPEP y, con menor peso, pero incrementando paulatinamente su participación, el de las dirigidas a China y México. Sin embargo, las ventas destinadas a los EEUU mantuvieron un tono contractivo, recuperándose solo al final del ejercicio, así como las destinadas a Japón y, sobre todo, a América del Sur, cuyas economías están inmersas en una profunda recesión.

En el año 2001, la actividad turística mundial se había visto afectada por el deterioro de las perspectivas económicas y, muy especialmente, por el notable incremento de la incertidumbre que siguió al ataque terrorista del 11 de septiembre. Estos elementos —que, en algunos aspectos, parece que están modificando las pautas de comportamiento de los turistas— continuaron perturbando el normal desarrollo de los flujos turísticos en 2002, aunque, según la OMT, el número de viajeros internacionales avanzó un 3,1%, frente a la caída del 0,5% registrada en 2001. Por áreas geográficas, entre los destinos que crecieron por encima de la media hay que mencionar China y ciertas áreas del centro y este de Europa, donde se aprecia un creciente dinamismo de la actividad turística.

Por su parte, la demanda de turismo español, medida en términos del número de visitantes, evolucionó en un tono más modesto, si bien registró también un crecimiento superior al del turismo

mundial. De hecho, según la estadística FRONTUR, en 2002 el número de visitantes extranjeros que entraron por frontera aumentó un 3,4%. No obstante, otras estadísticas matizan sustancialmente este primer resultado, y se sitúan más en línea con los datos de la CNTR de consumo de no residentes, en términos reales, que se redujo un 4%. Así, el flujo de visitantes alojados en establecimientos reglados se desaceleró notablemente, mientras que las pernoctaciones en hoteles y similares disminuyeron un 5%. En el año 2002 se redujeron los turistas procedentes de Alemania (por tercer año consecutivo), Estados Unidos y Japón, y se desaceleraron los del Reino Unido; por el contrario, los turistas procedentes de Francia, Holanda e Irlanda experimentaron un dinamismo apreciable. Las estadísticas de turismo revelan, en general, un cambio en el perfil del turista medio, apreciándose un retraimiento de los turistas procedentes de países más distantes y un desplazamiento en los bienes y servicios que demandan, como el tipo de transporte y de alojamiento, lo que parece haber incidido negativamente sobre los ingresos del turismo receptor.

Otro factor que ha podido afectar negativamente a la evolución del turismo es la pérdida de competitividad que muestran los indicadores de precios relativos, tanto frente a países clientes como frente a países competidores (véase el panel central del gráfico IV.8). Aunque el precio no es el único elemento que condiciona la posición competitiva, la sostenibilidad de algunos segmentos del turismo español podría verse condicionada por la evolución adversa de los precios relativos. A este respecto, cabe mencionar, de nuevo, el notorio dinamismo que están experimentando los flujos de turistas hacia otros países del área mediterránea, en especial algunos de los que accederán a la UE en 2004, países hacia los que se desplaza el centro geográfico de la UE y que parten de una ventaja competitiva, vía precios, muy favorable.

Como se ha descrito a lo largo de este epígrafe, tanto la demanda nacional (consumo e inversión) como las exportaciones registraron un menor ritmo de avance en 2002, de forma que la demanda final de la economía española redujo su crecimiento en ocho décimas, en relación con 2001, hasta situarlo en el 2,1%. El menor empuje de la demanda final detrajo dinamismo de las importaciones de bienes y servicios, que se desaceleraron de forma ligeramente más intensa en el promedio del año, alcanzando un crecimiento del 2,2%, frente al 3,5% del año ante-

rior. No obstante, en el transcurso del año las importaciones reales de bienes y servicios superaron el tono contractivo de los primeros trimestres y alcanzaron una senda de notorio dinamismo en la segunda parte del ejercicio, siguiendo el perfil de la demanda final, como se aprecia en el gráfico IV.2.

Después de la intensa desaceleración registrada en 2001, en el año 2002 las importaciones reales de bienes volvieron a frenar su ritmo de crecimiento, aunque de forma más contenida, recortando en ocho décimas su tasa de variación, hasta el 2,2% (véase panel inferior del gráfico IV.8). Igual que el agregado de bienes y servicios, en los primeros meses del año las compras de mercancías intensificaron la contracción con la que habían finalizado el ejercicio precedente, lastradas por el tono deprimido de la actividad industrial y de las exportaciones, recuperando un crecimiento significativo a medida que la demanda final cobró mayor dinamismo. Los precios de importación mantuvieron un comportamiento descendente a lo largo del año, que favoreció la penetración de los productos importados en el mercado español; de hecho, en la segunda parte del ejercicio la *ratio* de importaciones por unidad de demanda final retornó a la senda ascendente que le caracterizó con anterioridad a 2001.

Según la información desagregada de las cifras de Aduanas, el año pasado tanto las importaciones reales de bienes procedentes de la UE como las del resto del mundo avanzaron a una tasa del 3,8%. Por áreas geográficas, solo cabe destacar el dinamismo de las compras a los países del centro y este de Europa, que crecieron por encima del 20%, mientras que las procedentes de América Latina experimentaron un ligero empuje. Por tipos de productos, las importaciones mantuvieron pautas similares a las del año precedente y acordes con la evolución de los componentes de la demanda, de forma que tanto las de bienes de consumo como las de productos intermedios crecieron por encima de la media, en términos reales, mientras que las importaciones de bienes de equipo registraron un descenso apreciable. No obstante, esta rúbrica mostró una modesta recuperación, a partir del tercer trimestre, y finalizó el año creciendo a una tasa interanual del 1,3%. Por su parte, las importaciones de energía avanzaron con cierto dinamismo, si bien en términos nominales se redujeron, por la caída que los precios del petróleo en euros. Finalmente, los pagos por turismo, acusaron la debilidad del contexto económico y el bajo

nivel de confianza de los consumidores, avanzando un 4,2% en términos reales, en el promedio del año, frente al 7,6% del año anterior.

Dado que en el año 2002 las exportaciones reales de bienes y servicios crecieron un 1,4%, por debajo de la tasa de aumento de las importaciones (2,2%), el sector exterior detrajo tres décimas de punto porcentual al crecimiento del producto (tras haber tenido una aportación negativa de una décima en 2001), contribuyendo a la ralentización del PIB, que, en el conjunto del año, registró un crecimiento del 2%, frente al 2,7% del año anterior (véase gráfico IV.2).

IV.3. LA ACTIVIDAD PRODUCTIVA

Como se acaba de señalar, durante el año 2002 se produjo un recorte, de siete décimas, en el ritmo de avance de la producción interior, que fue menos intenso que el observado en 2001. El año se saldó con un crecimiento del PIB real del 2%, al que contribuyó significativamente el valor añadido de los servicios no de mercado, que registró una aceleración de seis décimas, situando su crecimiento en un 3,5%. Por su parte, el VAB de las ramas cuya producción se orienta al mercado experimentó una desaceleración de un punto porcentual, avanzando un 1,7%, de forma que la diferencia entre el VAB de mercado y su nivel potencial —la denominada brecha de producción— se redujo en 2002, aun manteniendo un valor positivo, como se observa en el gráfico IV.9.

En una perspectiva desagregada por ramas de actividad, la pérdida de dinamismo en el año 2002 tuvo un carácter muy generalizado. No fue este el caso, sin embargo, de las ramas primarias, donde la actividad continuó contrayéndose, aunque a un ritmo algo menor que en 2001, de forma que en el promedio del año el valor añadido, en términos reales, registró una variación del -2,1%. La producción agrícola acusó la escasa pluviosidad, que afectó a la mayoría de los cultivos, mientras que la producción ganadera mostró un mayor dinamismo que en 2001, impulsada por el avance del sacrificio de reses para carne, ya que la producción de derivados animales (leche y huevos) perdió vigor.

En el conjunto del año 2002, la rama de industria y energía prolongó la atonía que había experimentado en 2001, alcanzando un crecimiento real del 1%, frente al 1,4% del año anterior. Los factores que ha-

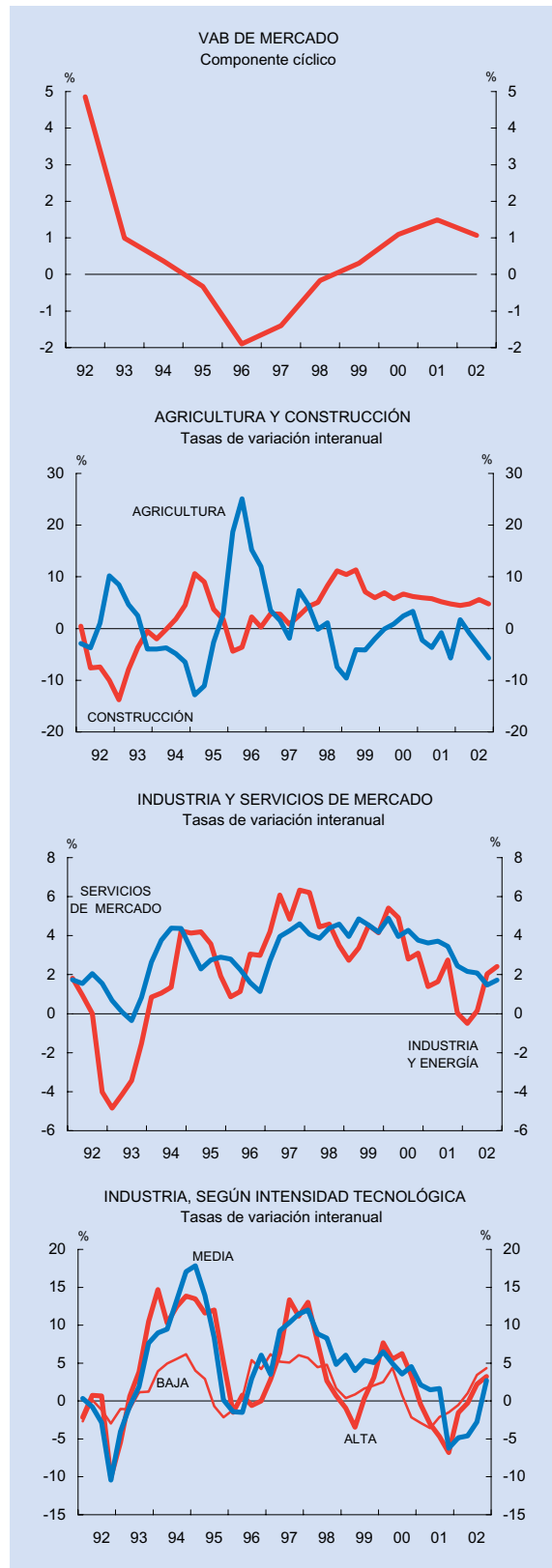
bían determinado la desaceleración en 2001 —pérdida de tono de la demanda interna y debilitamiento de los mercados de exportación— siguieron estando presentes al comienzo de 2002. Sin embargo, tras un inicio de año contractivo, la actividad industrial comenzó a reanimarse, impulsada por la recuperación de las ventas al exterior. Este impulso se vio frenado, sobre todo en la parte final del año, por el fortalecimiento del euro frente al dólar y, en general, por la acusada incertidumbre que predominó en la escena económica internacional. A nivel desagregado, frente al comportamiento expansivo de la producción de energía, las ramas propiamente industriales mostraron un menor dinamismo, especialmente las de intensidad tecnológica media. Dentro de estas actividades, la fabricación de bienes de equipo tuvo una evolución marcadamente contractiva, en línea con las caídas que experimentó este componente de la demanda, no solo en España, sino en la mayoría de los países industrializados (véase la parte inferior del gráfico IV.9). Por el contrario, la actividad en las ramas dedicadas a la fabricación de productos de tecnología baja, más relacionadas con el consumo privado, aumentó en el conjunto del año, a diferencia de lo ocurrido en 2001. Las ramas tecnológicamente más punteras se situaron en una posición intermedia, registrando un cierto repunte a partir de los meses de verano, tras haber sido las primeras en acusar la pérdida de dinamismo.

La fortaleza de la actividad constructora continuó caracterizando la evolución de la economía de mercado en el año 2002, siendo el sector más vigoroso por quinto año consecutivo. A pesar de ello, su VAB registró una desaceleración de cinco décimas, situando su crecimiento anual en el 4,9%. El comportamiento expansivo vino determinado por la evolución de la obra civil y de la edificación no residencial, si bien la primera perdió algo de vigor a lo largo del año, mientras que la segunda lo intensificó. Por el contrario, la edificación residencial, que ya había moderado sustancialmente su ritmo de crecimiento en el año 2001, de acuerdo con las estimaciones de la Contabilidad Nacional, mantuvo un ritmo de avance reducido, aunque sin llegar a contraerse.

La rama de servicios de mercado experimentó una notable desaceleración en 2002, con un recorte de 1,4 puntos porcentuales en su tasa de crecimiento, que se situó en el 1,9%. La pérdida de tono se generalizó a todas las actividades. Entre las más avanzadas, la desaceleración de las ramas ligadas a las tecnologías de la información se agudizó, y, dentro de ellas, las

GRÁFICO IV.9

VAB por ramas de actividad
Componente cíclico y tasas de variación (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Tasas estimadas sobre las series corregidas de efectos estacionales y de calendario.

actividades informáticas y la I+D experimentaron una contracción. Entre las actividades más tradicionales, cabe destacar el comportamiento negativo del turismo, que se trasladó a otras ramas de servicios, como el transporte (sobre todo, aéreo) y la hostelería. En este caso, el inicio del año 2002 vino marcado por el impacto de los acontecimientos del 11 de septiembre, a lo que se añadió la debilidad económica de los países emisores del turismo y la elevación de la tensión política en Oriente Medio.

IV.4. EL MERCADO DE TRABAJO

En 2002, el empleo se desaceleró notablemente respecto a 2001, en línea con el menor crecimiento experimentado por la actividad económica. En términos de CNTR, el ritmo de creación neta de empleo (3) para el total de la economía fue del 1,3%, 1,1 puntos porcentuales menos que el año anterior, mostrando un perfil suavemente decreciente a partir del segundo trimestre del año (véase gráfico IV.10). La desaceleración del empleo fue ligeramente mayor en el caso de la economía de mercado, al registrar un crecimiento del 1,2%, frente al 2,4% de 2001. Como consecuencia, se produjo un cierto aumento en el ritmo de crecimiento de la productividad aparente del trabajo, que, no obstante, siguió siendo modesto (0,7% para el total de la economía y 0,6% para la economía de mercado). De esta forma, la productividad aparente del trabajo mantuvo el carácter contracíclico que la caracteriza desde mediados de los años ochenta, cuando se generalizó la utilización de la contratación temporal.

Entre los ocupados, la desaceleración afectó en mayor medida a los no asalariados, cuyo número se redujo en un 2,1%, en tanto que los asalariados aumentaron un 2%, tanto en el conjunto de la economía como en la economía de mercado. Por tipo de contrato, la menor creación de puestos de trabajo fue absorbida fundamentalmente por el empleo asalariado temporal, que pasó de crecer un 3,1% en 2001 al 0,6% en 2002, según cifras de la EPA (4), registrando, incluso, tasas de variación interanual nega-

(3) Medido por el número de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo.

(4) En el primer trimestre de 2002 se introdujeron en la EPA tres importantes cambios metodológicos, con destacados efectos en todas las variables investigadas por esta encuesta. En el *Boletín económico* de abril de 2002 se publicó un artículo que explica con cierto detalle estos cambios, así como su repercusión sobre las variables más relevantes.

tivas en la segunda mitad del año. Por el contrario, los asalariados indefinidos siguieron creciendo a un ritmo notable (un 3,8%, ocho décimas menos que en 2001), a lo que contribuyeron tanto el sistema de bonificaciones a las cotizaciones a la Seguridad Social como los menores costes de despido de los contratos indefinidos de fomento, contrato cuya validez fue prorrogada de forma indefinida en marzo de 2001. En consecuencia, la *ratio* de temporalidad experimentó un recorte de 0,7 puntos porcentuales, aunque su nivel sigue siendo el doble del promedio de la UE (31%), lo que pone en evidencia la necesidad de seguir introduciendo medidas tendentes a reducir la dualidad del mercado de trabajo español. En aparente contraste con la evolución de los asalariados fijos y temporales, la estadística del INEM mostró un menor crecimiento del número de contratos registrados en 2002 (0,9%, frente al 1,6% del año precedente), debido a la evolución de los indefinidos, que disminuyeron un 1,5%, tras haber crecido un 8% en 2001, fruto del gran dinamismo de las conversiones de contratos temporales en indefinidos de fomento. Por último, los asalariados tanto a tiempo completo como a tiempo parcial redujeron su ritmo de crecimiento en 2002, de forma que la *ratio* de parcialidad avanzó una décima, alcanzando el 8,2% del total de asalariados (la mitad del promedio de la UE).

La ralentización del empleo se generalizó a todas las ramas de actividad, según la CNTR, destacando la importante destrucción de empleo agrario (-5,3%) y la notable desaceleración registrada en el sector de la construcción, donde el ritmo de creación neta de puestos de trabajo se redujo a la mitad (2,7%, frente al 5,4% de 2001), mostrando un perfil decreciente a lo largo de todo el año. A pesar de ello, la construcción siguió siendo la rama más dinámica, seguida de los servicios, en la que el empleo moderó su crecimiento en tan solo una décima (hasta el 2,3%); de hecho, el empleo en los servicios de mercado se aceleró ligeramente en 2002, al crecer un 2,5%, dos décimas más que el año precedente. Por último, en la rama de industria y energía la ocupación registró una caída del 0,5% (tras haber crecido un 1,4% en 2001), aunque la progresiva recuperación de la actividad industrial a lo largo del año se reflejó en la evolución del empleo, que en la segunda mitad del año creció un 0,4%.

Sin duda, uno de los aspectos más destacados de la evolución del mercado de trabajo español en 2002 fue el elevado crecimiento de la población

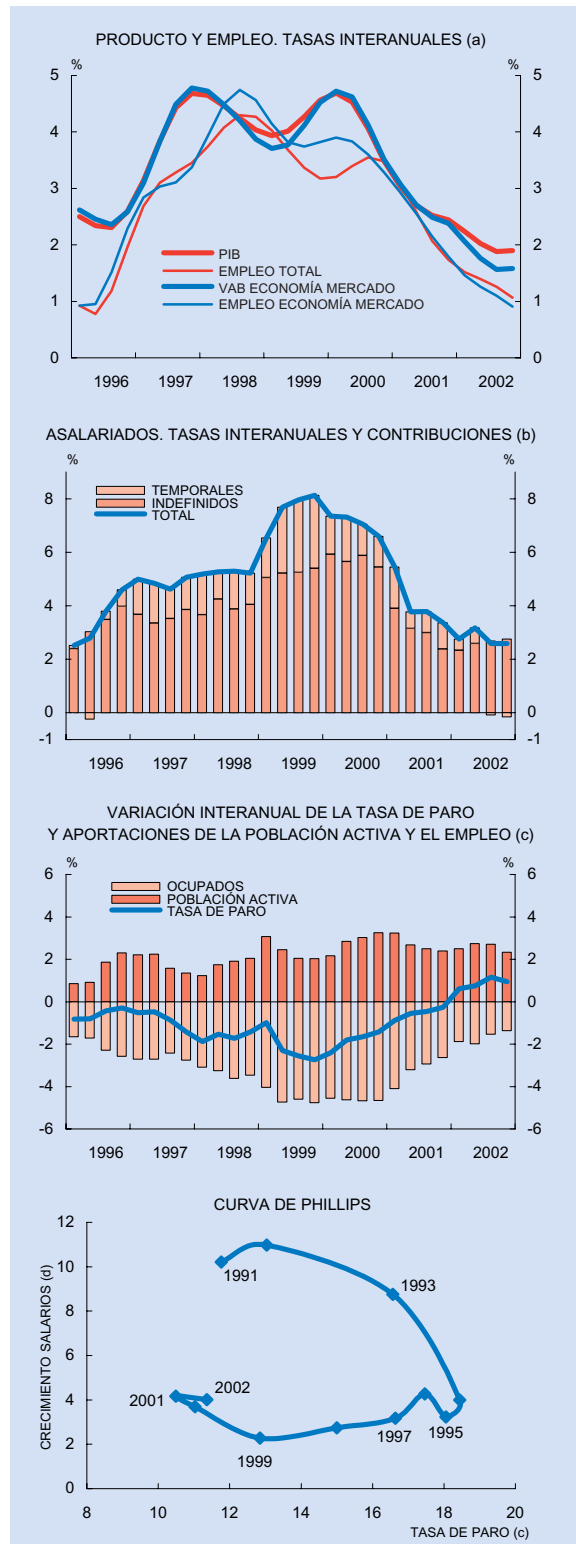
activa, a pesar de la menor pujanza económica. Según la EPA, la población activa creció un 3%, como consecuencia, fundamentalmente, del aumento de la tasa de actividad en 1,1 puntos porcentuales, hasta el 54% de la población mayor de 16 años. El avance fue aún más notable si la tasa de actividad se calcula para la población entre 16 y 64 años, ya que se situó en el 67,1% (todavía tres puntos porcentuales por debajo del promedio de la UE). La mayor participación en el mercado laboral se centró principalmente en el colectivo femenino, cuya tasa de actividad pasó del 40,3% en 2001, al 41,8% el pasado año. El amplio sistema de bonificaciones para la contratación indefinida de mujeres, así como otras medidas adoptadas para favorecer la conciliación de la vida laboral y la familiar, influyeron, sin duda, en este resultado. La tasa de participación masculina, por su parte, también registró un avance en el año 2002, aunque de solo siete décimas, situándose en el 66,9%, reduciéndose, de esta forma, las diferencias entre ambos colectivos.

El intenso crecimiento de la población activa, junto con el menor ritmo de creación neta de empleo, determinó un aumento de la tasa de paro, por primera vez desde 1994, como queda recogido en el gráfico IV.10. Según la EPA, la cifra de desempleados se incrementó en 214.000 personas a lo largo de 2002, lo que se tradujo en un incremento de la tasa de desempleo de casi un punto porcentual, hasta el 11,4% de la población activa. Asimismo, la estadística del INEM mostró un avance significativo del paro registrado, del 6% en media anual, que ha continuado en los primeros meses de 2003, aunque a un ritmo algo menor. Con datos de 2002, la tasa de desempleo de la economía española sigue superando en más de tres puntos porcentuales el promedio de la UE, habiéndose truncando, además, el proceso de convergencia de esta variable observado en los últimos años. El aumento del paro afectó a todos los colectivos de trabajadores, destacando especialmente el incremento de la tasa de paro femenino, que alcanzó el 16,4%, frente al 15,2% del año precedente. Esta evolución responde al importante avance de la participación de las mujeres en el mercado de trabajo, que no pudo ser absorbido por el crecimiento del empleo. También fue significativa la subida de la tasa de desempleo juvenil —del 16,8% en 2001 al 18%—, que rompió la senda marcadamente decreciente de años anteriores.

Por su parte, el desempleo de larga duración continuó la tendencia que viene mostrando desde

GRÁFICO IV.10

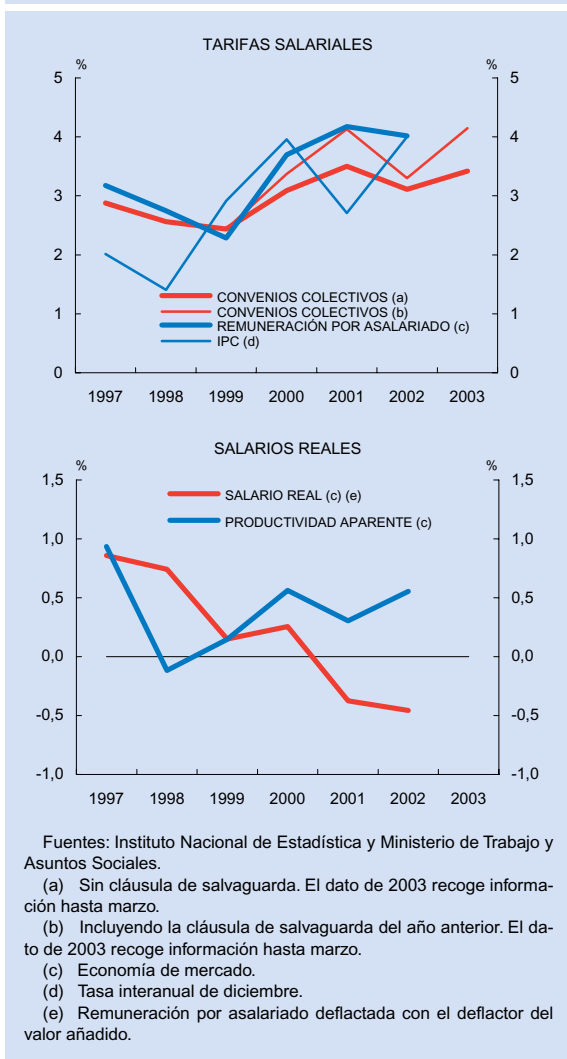
Mercado laboral: empleo y paro



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística (CNTR y EPA) y Banco de España.

- (a) CNTR. Ciclo-tendencia. Empleo equivalente.
- (b) EPA.
- (c) EPA. Serie de desempleo enlazada en SE.
- (d) Remuneración por asalariado en economía de mercado.

Determinantes de los salarios



hace varios años y registró una nueva caída en el promedio de 2002, situándose en el 37,5% del total de parados. No obstante, en el último trimestre del año se observó, por primera vez en varios años, un aumento del peso de los parados de larga duración en el total. Este hecho, junto con la escasa respuesta de los salarios nominales a la desaceleración del empleo (véase gráfico IV.11), podría ser indicativo de un debilitamiento del proceso de reducción de la tasa de desempleo estructural, a pesar de que su nivel es aún muy elevado. Todo ello subrayaría la necesidad de profundizar en la línea de reformas del mercado de trabajo español seguida hasta ahora. En este sentido, la reforma de la protección por desempleo llevada a cabo en 2002, que, como se ha descrito en el epígrafe inicial, tuvo como principal objetivo incentivar una búsqueda más activa de empleo por parte de los desempleados, se sitúa en la

dirección adecuada, si bien todavía es demasiado pronto para poder evaluar sus resultados (5).

Durante el año 2002 se produjo una moderación del crecimiento salarial pactado en la negociación colectiva, al situarse el incremento medio de las tarifas en el 3,1%, frente al 3,5% del año anterior (véase gráfico IV.11). La moderación tuvo su origen en la revisión de los convenios plurianuales firmados con anterioridad a 2002, puesto que los convenios de nueva firma se vieron afectados por la elevación de las expectativas inflacionistas de los agentes que se produjo a lo largo del año, a medida que aumentaba la tasa de inflación, e incorporaron incrementos salariales más elevados (del 3,6%). Cabe recordar que en 2002 el proceso de negociación estuvo presidido por la firma del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva (AINC), orientado, en principio, a anclar los incrementos salariales pactados en el 2%, más una deriva por aumento de la productividad (no superior a un punto porcentual). La aplicación de este acuerdo, en un contexto de aumento de la tasa de inflación, dio lugar a la generalización de cláusulas de salvaguarda frente a desviaciones de la inflación respecto de la referencia del 2%. La desviación efectivamente materializada al final de año (de dos puntos porcentuales) ha supuesto una revisión sustancial al alza de los incrementos salariales de 2002 (de unos 0,8 puntos porcentuales), frente a las dos décimas adicionales que supusieron las revisiones inducidas por las cláusulas de salvaguarda en 2001.

Las estimaciones de la CNTR muestran que la remuneración por asalariado —que además de los aumentos de convenio incluye la deriva salarial y los costes no salariales— moderó ligeramente su crecimiento en 2002, hasta el 4%, tanto en el conjunto de la economía como en las actividades de mercado, frente a los incrementos del 4,1% y del 4,2% del año anterior, respectivamente. Deflactada por el deflactor del valor añadido en la economía de mercado, la remuneración por asalariado mantuvo un perfil muy moderado (véase panel inferior del gráfico IV.11). Sin embargo, estas estimaciones no incluyen el efecto de aplicación de las cláusulas de salvaguarda de 2002, que, como se ha comentado, es especialmente cuantioso y producirá una elevación significativa del crecimiento de la remuneración por asalariado en 2003. Esta revisión matiza la moderación del coste laboral comentada anteriormente.

(5) Una descripción detallada del contenido de esta reforma aparece en el recuadro 3 del «Informe trimestral de la economía española» publicado en el *Boletín económico* de abril de 2003.

te, pues puede suponer un repunte de los salarios reales en el ejercicio actual, que ya parece haber sido descontado por las empresas. Estos hechos ponen de manifiesto los efectos de las cláusulas de salvaguarda sobre la dinámica salarial: dichas cláusulas permiten, en un primer momento, alcanzar acuerdos salariales basados en referencias de inflación moderadas, pero cuando estas referencias son finalmente superadas, como ha sucedido en 2002, terminan trasladando a los salarios la mayor inflación, aun cuando esta tenga un origen transitorio, dificultando, por tanto, la absorción de las perturbaciones.

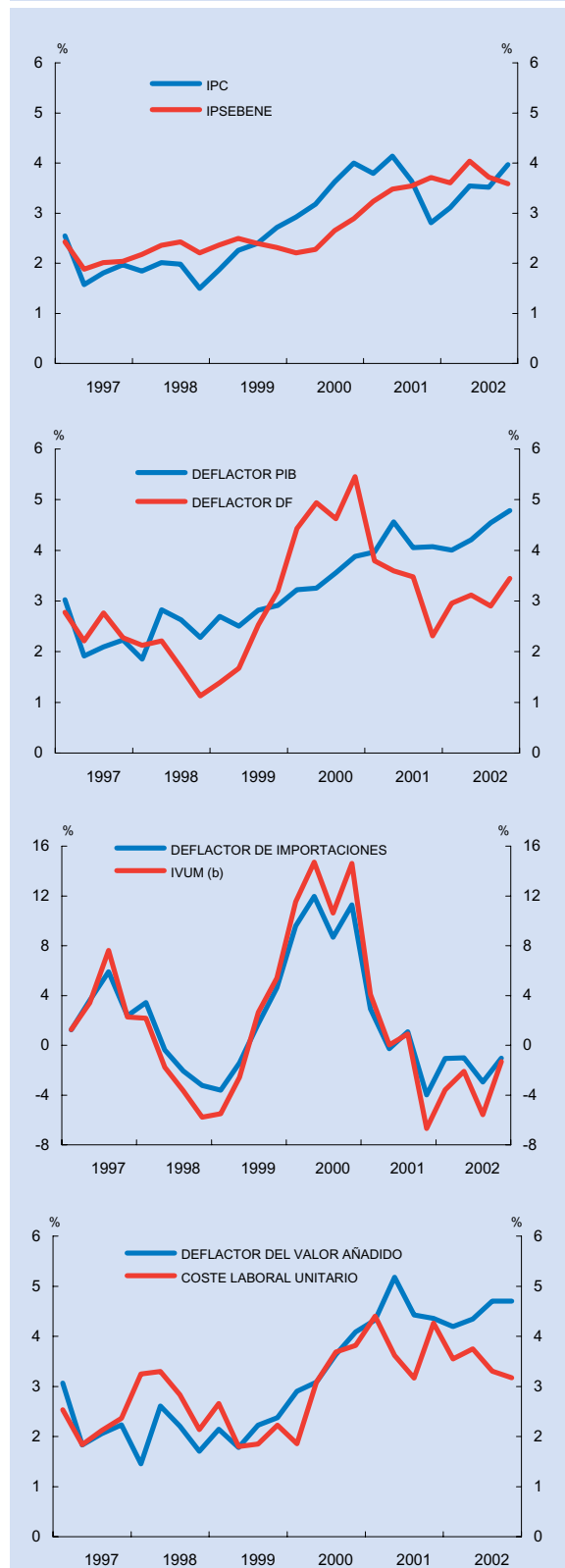
Respecto al año 2003, la firma de un nuevo AINC entre los agentes sociales supone la prolongación del marco de negociación salarial vigente en 2002, que, junto con la esperada desaceleración de la inflación, podría contribuir a la moderación salarial en este año. No obstante, el sistema actual de negociación dista de ofrecer resultados eficientes en términos de la flexibilidad y la diferenciación salarial que posibilitarían un funcionamiento adecuado del mercado de trabajo (véase el recuadro IV.3). Sigue siendo necesario, por tanto, introducir modificaciones en el sistema de negociación colectiva que permitan lograr una mayor relación entre los salarios y las condiciones específicas de las empresas y de los trabajadores.

IV.5. LOS COSTES Y LOS PRECIOS

Durante el año 2002, la tasa de inflación se mantuvo en España en niveles similares a los alcanzados el año precedente. En términos del incremento medio anual del IPC, la inflación fue del 3,5% en 2002, frente al 3,6% del año anterior. Esta evolución fue resultado de combinar una reducción significativa de los precios de importación —en línea con las moderadas tasas de inflación de nuestros principales socios comerciales y con la depreciación del dólar frente al euro— y una aceleración del componente interior de los precios. Detrás de este comportamiento se encuentran, por un lado, el aumento de algunos impuestos indirectos a principios de año y el efecto de la introducción del euro sobre los precios de algunos bienes y servicios y, por otro, una mayor expansión de los márgenes de explotación de determinadas ramas. En los últimos meses del año, los determinantes externos de los precios registraron un empeoramiento, al elevarse los precios de las materias primas —energéticas y no energéticas—, y la inflación terminó el año con una trayectoria ascendente (véase gráfico IV.12).

GRÁFICO IV.12

Composición de los deflatores de la demanda final y del PIB (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Tasa de crecimiento interanual.
(b) Índices de valor unitario de las importaciones de mercancías.

Como se ha señalado, el incremento del IPC en el año 2002 fue del 3,5%, una décima menos que el año anterior. Por componentes, el mayor crecimiento de los precios de los servicios y de los alimentos elaborados quedó solo parcialmente compensado por la leve mejora de los precios de los bienes industriales no energéticos, de forma que el crecimiento medio del IPSEBENE alcanzó el 3,7%, por encima del 3,5% del año anterior. En concreto, los precios de los servicios aumentaron un 4,6% en el año 2002, mostrando una trayectoria creciente en la primera mitad del año. Los incrementos de precios, coincidentes con la introducción física del euro, en algunos tipos de servicios, como restaurantes y bares, los relacionados con el cuidado personal y las reparaciones, resultaron muy superiores a los registrados en años anteriores (véase recuadro IV.4). Sin embargo, los precios de la telefonía registraron nuevas rebajas y las tarifas hoteleras mostraron una moderación, ante la menor presión de la demanda turística. Los precios de los bienes industriales no energéticos, con un incremento del 2,5% en 2002, algo menor que el del año anterior, experimentaron un aumento de su variabilidad, relacionado con los cambios metodológicos introducidos en el IPC al comienzo del año y, en particular, con la inclusión de precios rebajados en el cálculo del índice. Así, los componentes donde mayor incidencia tienen las rebajas, como vestido, calzado y artículos textiles del hogar, registraron acusadas variaciones en torno a los dos períodos anuales de rebajas; asimismo, se aceleraron significativamente en media anual. Por el contrario, los precios de los equipos de imagen y sonido, fotográficos e informáticos intensificaron sus descensos. Por último, los precios de los alimentos elaborados quebraron la trayectoria ascendente del año anterior, aunque su crecimiento medio alcanzó el 4,3%, frente al 3,4% en 2001.

Entre los componentes del IPC no incluidos en el IPSEBENE, los precios energéticos tuvieron una variación prácticamente nula en 2002, frente a la reducción del año precedente, registrando una trayectoria creciente a lo largo del año, que se transmitió al índice general. A los efectos del aumento de impuestos indirectos se añadieron los derivados de la evolución alcista del precio del crudo en los mercados internacionales —el precio medio del petróleo se situó en 25 dólares por barril, si bien al comienzo del año su precio era de 19 dólares, mientras que al final alcanzaba los 28 dólares—, que solo se vieron parcialmente mitigados por la apreciación del euro frente al dólar, del 5,5% en el promedio del año. Por

otra parte, los precios de los alimentos no elaborados aumentaron un 5,8% en 2002, frente al 8,7% de 2001. Los precios de las carnes se desaceleraron, tras superar las crisis sanitarias sufridas por la cabaña ganadera en el año 2001; por el contrario, los precios de frutas y hortalizas registraron un comportamiento fuertemente alcista.

La tasa de inflación ha registrado una mejora importante en los cuatro primeros meses de 2003 (quedando situada en el 3,1%), al descontarse los efectos derivados del aumento de impuestos especiales y de la introducción del euro, en los primeros meses de 2002; ya en el mes de abril, se han descontado también las fuertes subidas que registraron los precios energéticos el pasado año, a lo que se ha añadido un recorte sustancial de esos precios en los meses más recientes. Se espera que la tasa de inflación mantenga una senda de desaceleración en los próximos meses, en un contexto de moderación de los precios de importación, alentada por las bajas tasas de inflación de los países de nuestro entorno y por la apreciación del euro.

El deflactor de la demanda final recortó en dos décimas su ritmo de avance en el año 2002, al registrar una tasa de variación del 3,1%. Sin embargo, tanto el deflactor del consumo privado —que, en línea con el IPC, situó su crecimiento medio en el 3,6%— como el de la formación bruta de capital, con un avance del 5,6%, se aceleraron respecto al año anterior. Por tanto, fueron los precios de exportación, que recortaron en 2,7 puntos porcentuales su tasa de crecimiento, hasta quedar estabilizados, los que dieron lugar a la desaceleración de los precios finales. Tanto la moderada evolución de los precios de los productos competidores como, en la segunda parte del año, la apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar explican la estabilidad de los precios de exportación, que, de hecho, registraron una evolución mucho más moderada en el caso de las ventas dirigidas fuera de la UE. Dentro de la formación bruta de capital, el deflactor de la construcción se aceleró nuevamente, arrastrado por las subidas de los precios de la vivienda, que no dieron síntomas de flexionar, a pesar de que su demanda se contuvo apreciablemente, y el deflactor de la variación de existencias mostró un crecimiento abultado, asociado a la gestión de existencias de productos petrolíferos. En cambio, los precios de los bienes de equipo experimentaron un incremento reducido, similar al del año 2001 (1%), debido al elevado peso de las importaciones en la demanda de estos productos.

Efectos del ámbito de negociación sobre los resultados de la negociación colectiva (1)

El sistema de negociación colectiva cubre en España prácticamente a todo el colectivo de asalariados del sector privado, por lo que su análisis resulta clave para explicar el funcionamiento del mercado de trabajo. Una de las características más destacadas de este sistema es su distribución por ámbitos de negociación. Como se puede ver en el cuadro adjunto, la negociación se lleva a cabo fundamentalmente al nivel de sector de actividad, con diferentes ámbitos geográficos de aplicación —nacional, provincial o regional—, siendo el ámbito mayoritario el sectorial-provincial, donde ven fijadas sus condiciones laborales más del 50% de los trabajadores afectados. Por su parte, los convenios de empresa afectan únicamente a algo más del 10% de los trabajadores, observándose, además, una leve tendencia decreciente en su importancia relativa a lo largo de los últimos años.

A este respecto, cabe recordar que distintos estudios teóricos han señalado la importancia del grado de centralización de la negociación a la hora de explicar sus resultados. En general, en estos trabajos se argumenta que, cuando la negociación se lleva a cabo en un nivel intermedio de centralización, los resultados, en términos de la adecuación del comportamiento de los salarios a las condiciones del mercado de trabajo, suelen ser menos eficientes que los alcanzados en otros niveles de negociación. En un nivel altamente centralizado, los negociadores suelen ser más sensibles a la incorporación de las restricciones macroeconómicas en la negociación. En la negociación al nivel más descentralizado, como es la empresa, se consigue, por su parte, una mejor adaptación de los incrementos salariales a la situación económica y financiera específica de cada empresa, que es percibida de forma más directa por los negociadores. También pueden existir casos que combinen dos niveles de negociación, en donde la fijación de salarios quede asignada al nivel más descentralizado.

Empíricamente, varios trabajos han corroborado esta relación entre grado de centralización y resultados de la negociación colectiva, si bien, en la mayoría de ellos, dicho resultado se ha obtenido sobre la base de comparaciones entre países con diferentes grados de centralización. La disponibilidad de información individual sobre los convenios colectivos firmados en España a lo largo de toda la década de los años noventa ha permitido analizar la influencia de las distintas características de los convenios sobre el incremento salarial acordado y, en particular, identificar el efecto del ámbito de negociación. Para ello, se han estimado distintas regresiones en las que el incremento salarial acordado se ha relacionado con el ámbito de negociación, teniendo en cuenta otras características de los convenios, como el sector de actividad, el momento de la negociación, la duración del convenio, la conflictividad durante la negociación, la presencia de cláusulas de salvaguarda salarial y de otras cláusulas sobre contenidos adicionales.

Los principales resultados de este análisis se presentan en el gráfico adjunto, donde se muestra el efecto diferencial sobre el incremento salarial medio pactado atribuible a cada ámbito de negociación, respecto del alcanzado a nivel sectorial-provincial (que en el período 1990-2000 se normaliza a cero). Cabe destacar, en primer lugar, que el efecto del ámbito en el que se desarrolla la negociación sobre sus resultados es significativo. En cuanto al signo de ese efecto, se observa que tanto en la negociación al nivel de la empresa —distinguiendo aquí entre empresas públicas y privadas, y, dentro estas, según su tamaño— como en un ámbito más centralizado (el sectorial-nacional), los incrementos salariales acordados han sido inferiores a los obtenidos en el ámbito de negociación intermedio. Únicamente no se verifica este resultado en el ámbito de las empresas con menos de 30 trabajadores, aunque cabe señalar que el porcentaje de dichas empresas que tiene convenio propio es muy reducido. Por otra parte, destacan los menores incrementos salariales pactados en las empresas públicas.

Así pues, el análisis empírico de la información individual sobre convenios viene a confirmar los efectos teóricos señalados en la literatura acerca del impacto de la negociación en niveles intermedios de centralización sobre el crecimiento salarial, lo que en el caso español resulta especialmente relevante, dada la distribución de los ámbitos de negociación, con una presencia mayoritaria de los convenios de sector con ámbito geográfico provincial.

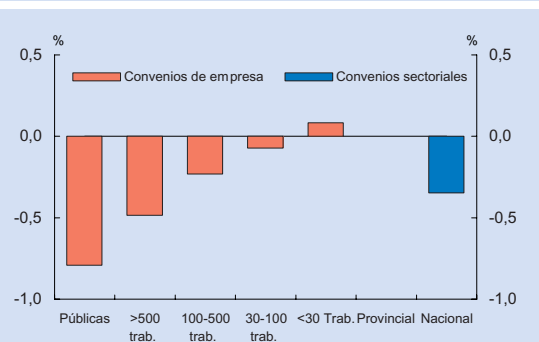
Distribución de los trabajadores afectados por convenios, según ámbito de negociación (%)

	1990	2000	Media 90-00
Sector/nacional	26,10	26,83	26,78
Sector/provincial	54,74	52,89	53,61
Empresa	15,02	12,07	13,55
Otros ámbitos (a)	4,14	8,21	6,06

Fuentes: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

(a) Incluye convenios sectoriales intracomunitarios, intercomunitarios y locales.

Efecto relativo del ámbito de negociación sobre los incrementos salariales acordados, respecto al ámbito sectorial-provincial (1990-2000)



Fuentes: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

(1) Este recuadro es un resumen del Documento Ocasional del Servicio de Estudios n.º 0302, titulado *El sistema de negociación colectiva en España: un análisis descriptivo con datos individuales de convenios*, de Mario Izquierdo, Esther Moral y Alberto Urtasun.

De hecho, el deflactor de las importaciones registró una caída del 0,9% en 2002, frente al aumento experimentado el año anterior (0,6%). En el promedio del año, el descenso más acusado lo experimentaron los precios de los productos energéticos, si bien el encarecimiento del crudo de petróleo en la parte final del año hizo que en el último trimestre se observaran marcados aumentos. También registraron descensos de precios los restantes bienes intermedios importados, así como algunos bienes de consumo.

A diferencia de los precios exteriores, la inflación interior, aproximada por el crecimiento del deflactor del PIB, aumentó 0,2 puntos porcentuales en 2002, hasta el 4,4% (véase, de nuevo, el gráfico IV.12). Esta aceleración fue el resultado de tres factores: un aumento significativo de los impuestos indirectos netos de subvenciones por unidad de producto — más intenso que el que se justificaría por la elevación de algunos impuestos especiales, a principios de año—, una moderación considerable del deflactor de los servicios no orientados al mercado —que solo creció un 2,1% en 2002, a pesar del avance de la remuneración por asalariado en el sector público y del encarecimiento de la inversión en construcción— y, por último, una mínima desaceleración, de solo una décima, del deflactor del valor añadido de la economía de mercado, que creció un 4,5%.

Como se puede apreciar en la parte inferior del gráfico IV.12, entre los componentes del deflactor del VAB en la economía de mercado, el coste laboral unitario aumentó un 3,4% en el año 2002, cinco décimas menos que en el año precedente. Esta desaceleración se basó tanto en unas mayores ganancias de la productividad aparente del trabajo, que aun así mantuvo un crecimiento muy moderado (0,6%), como en la leve desaceleración de la remuneración por asalariado, comentada en el epígrafe anterior, si bien cabe recordar que estas estimaciones no incluyen el impacto de la activación de las cláusulas de salvaguarda en 2002. Por su parte, el excedente bruto de explotación por unidad de valor añadido aumentó significativamente, dando lugar a una nueva ampliación del margen unitario —aproximado por la diferencia entre la evolución del deflactor del VAB y la del CLU—, aunque, de tenerse en cuenta el impacto de las cláusulas de salvaguarda, este aumento sería menos abultado. Como se analiza en el siguiente apartado, por ramas de actividad, la ampliación de los márgenes fue bastante generalizada, aunque con excepciones muy significativas.

IV.5.1. Los costes y los precios: las ramas productivas

Como se acaba de apuntar, durante el año 2002 el margen unitario de explotación se amplió de forma significativa, siendo este un comportamiento bastante generalizado en las distintas ramas de actividad, con la excepción de los servicios de mercado, donde se observó una estabilización del margen, y de la industria, donde el margen se contrajo, de forma que el aumento de márgenes de la rama de industria y energía se concentró en esta segunda actividad.

Como se observa en el gráfico IV.13, en las actividades primarias el deflactor del valor añadido experimentó una marcada desaceleración a lo largo del año, a pesar de lo cual creció un 3,2% en promedio. Este comportamiento derivó del descuento de los efectos adversos que tuvieron lugar en 2001, como consecuencia de las crisis sanitarias en determinados productos, que se tradujeron en un aumento del deflactor del 7,7%. A pesar de que los costes laborales unitarios (CLU) fueron acelerándose a lo largo del año, el margen unitario se amplió respecto al año 2001.

En la rama de industria y energía, el deflactor del valor añadido creció un 4,1%, 1,7 puntos porcentuales más que en el año 2001. Esta aceleración fue progresiva y afectó tanto a los precios de la energía como a los de la industria. Los CLU, en cambio, se desaceleraron considerablemente respecto al año anterior, ya que la destrucción de empleo dio lugar a una notable recuperación de la productividad aparente del trabajo; no obstante, este fenómeno se concentró principalmente en las ramas energéticas, mientras que en la industria la productividad se redujo. En consecuencia, el aumento de los márgenes unitarios, a nivel agregado, fue compatible con una contracción en las ramas industriales —y la consiguiente ampliación en las energéticas—. Este resultado pone de manifiesto cómo el diferencial de inflación que la economía española mantiene con los países de nuestro entorno podría estar comenzando a dañar la rentabilidad de las empresas más expuestas a la competencia exterior.

En la rama de la construcción, el deflactor del valor añadido registró un crecimiento muy elevado (5,7%), de forma que el margen unitario prolongó el proceso de ampliación que viene experimentando en los últimos años. Al contrario que en años ante-

El efecto de la puesta en circulación del euro sobre la inflación

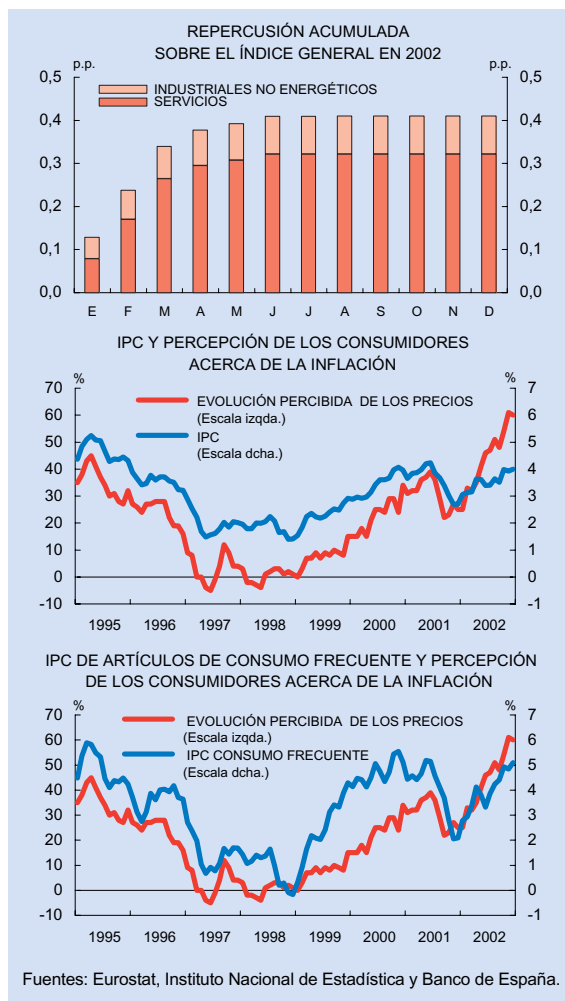
La puesta en circulación de monedas y billetes de euro, en enero de 2002, supuso la redenominación en euros de todos los precios expresados anteriormente en pesetas. Este proceso solo implicaba, en principio, la aplicación del factor de conversión y de la regla de redondeo legalmente establecidos, con un impacto agregado sobre las variaciones del IPC que debería haber sido prácticamente nulo. No obstante, la conversión a euros vino acompañada de ajustes adicionales en los precios, que cabe achacar a diversos motivos, algunos relacionados con el propio proceso de conversión —como la recuperación de los costes derivados de ese proceso o la búsqueda de denominaciones de precios en euros atractivas— y otros no directamente atribuibles a la conversión —como el aprovechar el necesario cambio de precios a euros para efectuar otros ajustes pendientes y diferidos a causa de la existencia de *costes de menú*, para asumir cambios en los costes de producción o, simplemente, para modificar los márgenes unitarios—. En conjunto, el cambio de moneda parece haber venido acompañado de un predominio de las modificaciones al alza de los precios, habiéndose producido un impacto positivo, aunque moderado, sobre la tasa de inflación, medida con los precios de consumo.

Un análisis *ex-post* de la incidencia de la introducción del euro sobre los precios debería realizarse, idealmente, con una muestra amplia de precios individuales que permitiese distinguir los ajustes de precios presumiblemente derivados de la conversión al euro, de aquellos otros atribuibles a otros factores. No obstante, no se dispone de bases de datos de precios individuales adecuadas para ello, por lo que es preciso abordar el análisis por otras vías, que permitan cubrir el conjunto de artículos consumidos por los hogares con el máximo grado de desagregación posible.

Con estos condicionantes, el análisis se ha realizado tomando como base un conjunto de 117 series históricas del IPC, reelaboradas en el Servicio de Estudios con la metodología de la nueva base 2001. En una primera fase se ha determinado el conjunto de aquellas parcelas que han registrado variaciones extraordinarias a lo largo de 2002, especialmente en los primeros meses, y que puedan ser calificadas de no habituales en las fechas consideradas. A continuación se han descartado aquellas variaciones para las que existían factores que explicaran esos movimientos extraordinarios, tales como cambios impositivos o de precios administrados, así como los incrementos determinados por la evolución de los costes de producción o de los precios en origen. Las restantes variaciones extraordinarias se han supuesto relacionadas con la conversión de precios a euros y se han formado con ellas variables auxiliares que se han introducido en los modelos de comportamiento de los principales componentes del IPC, estimándose así, en una segunda fase, el efecto del cambio de moneda.

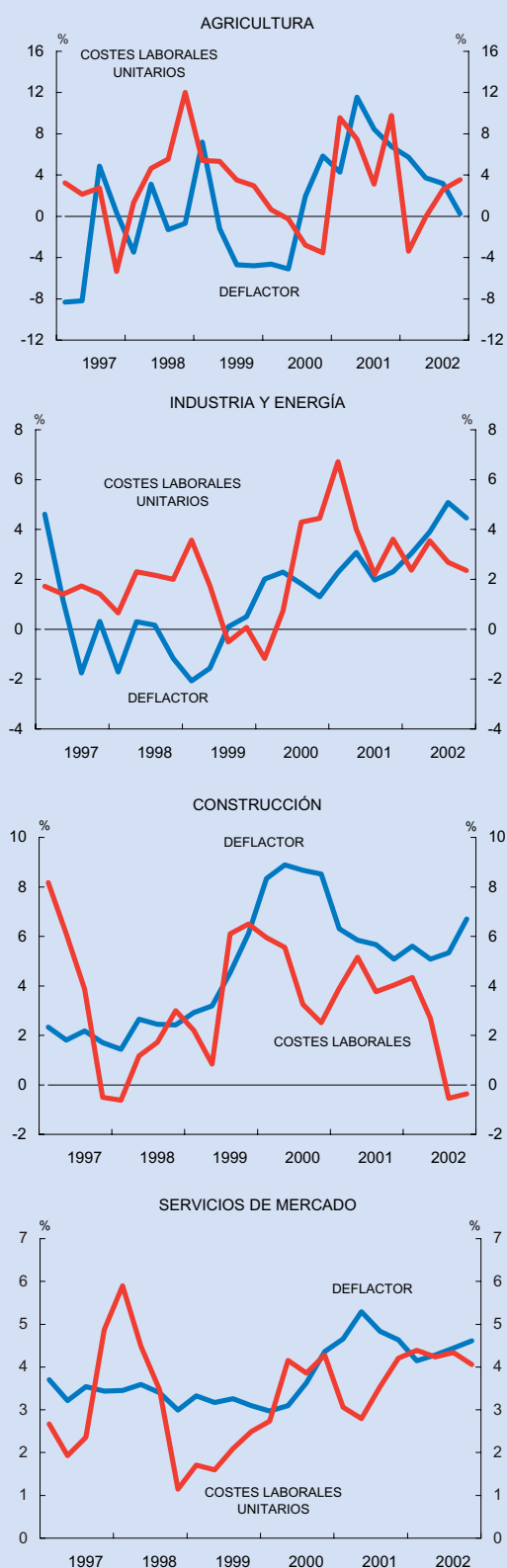
En el primer gráfico se recoge la repercusión acumulada sobre el índice general del cambio a la moneda única, estimada según el procedimiento que se acaba de describir. La cuantía total del efecto estimado es de cuatro décimas de punto porcentual sobre la tasa interanual del IPC en diciembre de 2002, y de la misma cuantía, prácticamente, sobre el promedio anual de este índice. Esta estimación coincide con el límite superior de la obtenida, *ex-ante*, en los escenarios no extremos de ajuste al alza (2-4 décimas). El patrón temporal del efecto es el esperado: la incidencia mayor se aprecia en los meses iniciales del año y se va mitigando posteriormente, siendo prácticamente inapreciable ya en los meses centrales del año. Por componentes, el efecto más elevado corresponde a los servicios, destacando el caso de los bares y restaurantes, que explicaría prácticamente la mitad del efecto estimado en el conjunto de los servicios, así como el de los hoteles. La incidencia es considerablemente más moderada en los bienes industriales no energéticos. Por último, en los alimentos el efecto no resulta significativo.

Esta estimación —que debe interpretarse como una aproximación— no parece corresponderse, sin embargo, con la percepción de los consumidores, que asocian la introducción del euro con incrementos de precios abultados. Así parece desprenderse, al menos, de los resultados de las encuestas de opinión que realiza la Comisión Europea, y en las que se recoge la percepción de los consumidores sobre la evolución de los precios. Como se observa en el segundo gráfico, la evolución percibida de los precios ha seguido históricamente al IPC de forma estrecha, pero desde enero de 2002 ha experimentado un crecimiento mucho más acusado que la inflación observada. Una explicación plausible de esta divergencia es que la percepción de los ciudadanos sobre la inflación está condicionada en mayor medida por la evolución de los precios de los artículos de consumo más frecuente. En el tercer gráfico se aprecia la relación entre la evolución percibida de los precios y un índice de precios que incluye únicamente los bienes y servicios de consumo más frecuente (alimentos, energía, transporte urbano, periódicos y revistas, bares, cafés y restaurantes, y servicios recreativos, deportivos y culturales). Parece claro que la percepción de los consumidores ha debido de venir influida por el predominio de subidas elevadas en los precios unitarios de estos artículos.



Fuentes: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Precios y costes por ramas de actividad (a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

rios, el coste laboral unitario creció de forma moderada, ya que, como se vio en un epígrafe anterior, el empleo se desaceleró de forma significativa, permitiendo una fuerte recuperación de la productividad aparente del trabajo.

Por último, en los servicios de mercado el crecimiento del deflactor fue del 4,4%. A pesar de esta elevada inflación, la aceleración de los CLU, en un contexto de crecimiento del empleo por encima de la actividad, se trasladó solo parcialmente a precios, por lo que el margen unitario se estabilizó. En cualquier caso, en un contexto de reducida presión de la demanda, podría haberse esperado un mayor ajuste de los márgenes. Este comportamiento podría estar señalando la necesidad de acometer reformas adicionales en los mercados de estos productos, que posibiliten una mayor sensibilidad de los precios a las condiciones de la demanda.

IV.6. LA COMPETITIVIDAD

En el año 2002, los indicadores de competitividad-precio y competitividad-coste de la economía española frente a los países desarrollados mostraron un nuevo deterioro, al que contribuyeron tanto los diferenciales de precios y costes como el componente de tipo de cambio nominal (véase gráfico IV.14). Desde el año 1999, estos índices acumulan pérdidas de competitividad, que son más amplias cuando se calculan con precios de consumo y con costes laborales unitarios de manufacturas, y menos pronunciadas en términos de precios de manufacturas o de exportación. En este contexto, la debilidad de la demanda exterior, que está caracterizando la actual fase de desaceleración cíclica, ha erosionado adicionalmente el saldo de comercio exterior, al tiempo que se han frenado las ganancias de cuota de mercado de los productos españoles en el exterior. Los datos de las cuentas nacionales reflejan que, en porcentaje del PIB real, el saldo exterior neto de los flujos reales de bienes y servicios fue del -2,3% en 2002, dos décimas mayor que en 2001 y cinco décimas más que en 1999. Los datos de Aduanas muestran que el saldo comercial de bienes, en términos reales, alcanzó un porcentaje del -7,4% del PIB el pasado año.

La cuota de las exportaciones españolas en el conjunto de países desarrollados, en términos reales, se mantiene en un nivel similar al alcanzado hace cuatro años, si bien, de acuerdo con la información

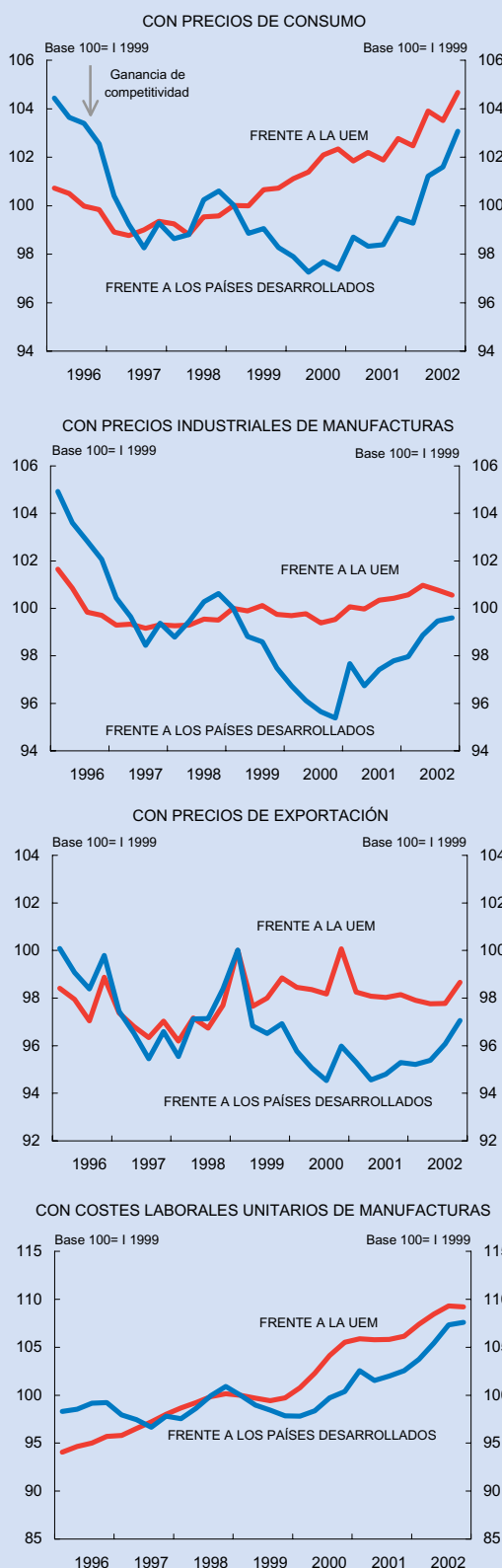
disponible, en el año 2002 el ritmo de avance de las exportaciones fue ligeramente superior al de sus mercados. Por áreas geográficas, las ventas destinadas a la zona del euro experimentaron una leve caída de su participación en el comercio de la zona. Por el contrario, y a pesar de la sustantiva apreciación del tipo de cambio del euro, las exportaciones a países fuera de la zona euro crecieron a tasas más elevadas que el mercado. En términos del comercio de manufacturas, exclusivamente, las exportaciones españolas han mostrado una evolución menos favorable, pues, en los dos últimos años, su tasa de variación fue negativa y, según la OCDE, notablemente inferior a la experimentada por las importaciones globales.

Entre los indicadores de competitividad frente a la zona del euro, el índice calculado con precios de consumo fue el que experimentó una apreciación más intensa en 2002. El resto de índices de precios relativos mantuvo una tónica más moderada y el elaborado con precios relativos de exportación se depreció levemente. En el caso del indicador elaborado con costes laborales unitarios de manufacturas, la pérdida de competitividad a lo largo del año fue relativamente pequeña, al reducirse significativamente el diferencial de crecimiento de los costes —que, no obstante, siguió siendo más elevado en España—, debido al mayor avance de la productividad aparente del trabajo en nuestro país.

En cuanto a los índices de competitividad elaborados frente a países desarrollados no pertenecientes a la zona del euro, su evolución en 2002 reflejó pérdidas de competitividad generalizadas, al unirse el fortalecimiento del euro al deterioro de los diferenciales de precios. Aunque las ganancias que se produjeron en el componente nominal de estos índices, en los dos años siguientes a la introducción del euro, todavía se reflejan en una cierta ventaja competitiva frente a estos países, el persistente aumento del diferencial de precios y, sobre todo, de costes la está reduciendo gradualmente. En el año 2002 cabe destacar el crecimiento registrado por los precios relativos de exportación: en un contexto de mayor dinamismo de la demanda exterior del área no euro, este hecho parece indicar que los exportadores españoles tendieron a establecer precios diferentes en diferentes mercados, con el fin de compensar, en parte, las caídas de márgenes que sufren en el comercio con la zona euro.

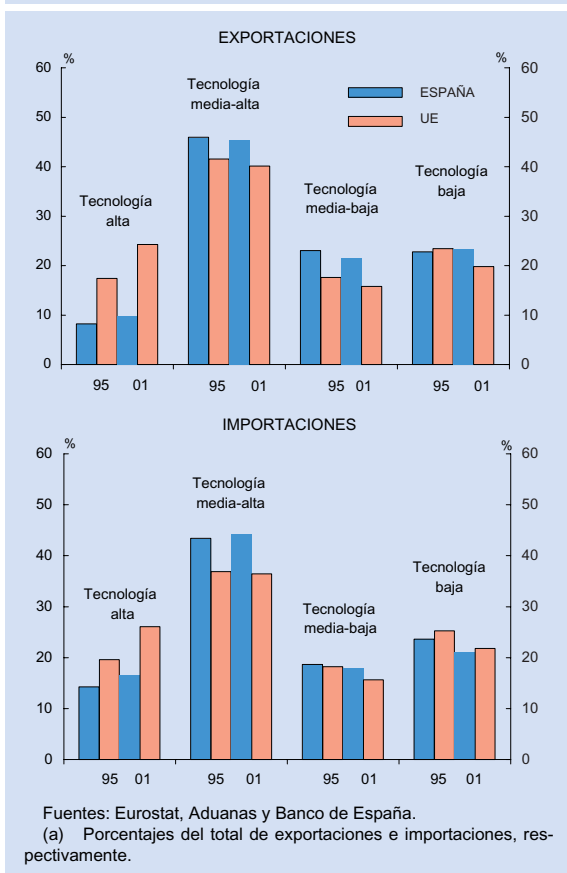
De hecho, cuando se aproxima el comportamiento de los márgenes de explotación del sector exportador en España, se observa cómo, mientras que en el prome-

Índices de competitividad de España (a)



Fuente: Banco de España.
(a) Un aumento del índice representa una pérdida de competitividad, y viceversa.

La especialización comercial de España en comparación con la UE (a)



dio de los años 1995-1999 permanecieron estabilizados, en los dos últimos años han registrado una contracción sensible. Se comprueba también, al comparar los precios de exportación de las manufacturas con el deflactor del valor añadido de estos productos —que es un indicador global de los precios de las manufacturas producidas en la economía—, cómo, en los dos últimos años, los precios de exportación han crecido sensiblemente por debajo de los de la producción interior. Además, al comparar ambos con la evolución del coste laboral unitario, se observa que los costes han crecido por encima de los precios de producción de las manufacturas finales. La menor rentabilidad de las exportaciones explicaría el hecho de que los sectores exportadores concentren sus esfuerzos en mantener su cuota en los mercados exteriores —y no en abrir nuevos mercados—, desplazando, en la medida de lo posible, su producción hacia el mercado interior. La contracción de los márgenes relativos de exportación de manufacturas frente a la UE se ha acentuado en los dos últimos años.

Además del comportamiento desfavorable de la rentabilidad de la actividad exportadora, las debilida-

des del patrón de especialización comercial de la economía española han podido frenar también la penetración de los productos españoles en los mercados internacionales. Como se aprecia en el gráfico IV.15, la estructura de las exportaciones españolas revela cierta especialización en las industrias menos intensivas en tecnología, que, en general, muestran un menor dinamismo de la demanda mundial y mayores presiones competitivas provenientes de los países de industrialización más reciente. Por el contrario, las industrias de tecnología alta, donde se concentra gran parte de los avances tecnológicos registrados en los años recientes, representan un porcentaje muy reducido de las exportaciones españolas, en comparación con la UE. Otro rasgo distintivo del patrón de especialización de la economía española es la excesiva concentración de las ventas al exterior en la industria de vehículos de motor, que en la actualidad representa en torno al 25% del total de las exportaciones, lo que confiere cierta vulnerabilidad a los resultados comerciales. Por otra parte, en el caso de las importaciones destaca una menor participación relativa de las industrias de tecnología alta, que constituyen el principal canal de transmisión del progreso técnico en aquellos países que muestran insuficiencias en la generación interna de tecnología.

Pero más allá de las consideraciones relativas a los resultados comerciales, la capacidad competitiva de una economía se refleja, en última instancia, en su habilidad para incrementar la eficiencia productiva y el bienestar de su población. En este sentido, como ya se ha comentado en el primer capítulo de este Informe, durante el año 2002 la economía española siguió recortando las diferencias en los niveles de renta frente a los países de su entorno, situando su PIB *per capita* en torno al 83% del promedio de la UE. Las características de este proceso de convergencia están permitiendo la absorción de una parte de la población activa desempleada —contribuyendo, por tanto, al sostenimiento de la renta y de las decisiones de gasto de las familias—, aunque también comportan algunos aspectos menos favorables y, en particular, una insuficiente capitalización y un ritmo muy bajo de crecimiento de la productividad (véase cuadro IV.2).

Como se ha mencionado antes, este moderado avance de la productividad y la persistencia de un diferencial positivo en el ritmo de crecimiento de la remuneración por asalariado frente a los países de la UE están erosionando, de manera gradual, las ventajas competitivas que tradicionalmente ha muestra-

do la economía española en términos de sus niveles de costes laborales frente a los países de esta área. Y todo ello en un entorno de creciente globalización y de liberalización de los intercambios internacionales que está incrementando las presiones competitivas que ejercen otros países de industrialización más reciente en aquellas industrias intensivas en trabajo poco cualificado, que, como se ha visto, aún representan un porcentaje elevado de la producción y de las ventas al exterior de la economía española. Cabe señalar, además, el reto que supone la ampliación de la UE para aquellos sectores de tecnología media y media-alta, en los que ha tendido a especializarse la industria española en los últimos años. En este contexto, los esfuerzos destinados a incrementar la eficiencia productiva mediante una mayor difusión y absorción del progreso técnico y una mejora de la capacitación del capital humano cobran una relevancia especial. Los indicadores que se presentan en el cuadro IV.2 resumen la distancia que aún mantiene la economía española en cuanto a adopción de las nuevas tecnologías, en comparación con el promedio de la UE, apreciándose además una ralentización del esfuerzo en investigación y desarrollo. A ello cabe añadir que el nivel de cualificación de la mano de obra, aproximado mediante el porcentaje de la población en edad de trabajar que ha finalizado estudios superiores, resulta todavía inferior al observado en los países de nuestro entorno.

IV.7. LA ACTIVIDAD DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

En el año 2002, las Administraciones Públicas tuvieron un déficit del 0,1% del PIB, lo que representa una ligera desviación respecto al objetivo de equilibrio presupuestario inicialmente planteado (véase cuadro IV.3). El saldo primario, por su parte, registró un superávit del 2,8% del PIB, disminuyendo en dos décimas respecto al año anterior, mientras que la *ratio* de deuda pública respecto al PIB quedó en el 54%, reduciéndose sensiblemente frente al 56,9% registrado en el 2001.

El Estado y sus organismos tuvieron un déficit del 0,5% del PIB, igual al presupuestado inicialmente. La Seguridad Social —para la que se preveía un superávit del 0,5% del PIB en el presupuesto inicial— alcanzó un superávit del 0,7% del PIB. Un año más, las Comunidades Autónomas se desviaron sensiblemente de su objetivo, con un déficit del 0,3% del PIB, frente al equilibrio programado. Las Corpora-

CUADRO IV.2

Indicadores de convergencia real y competitividad

	1995		2002		Último dato
	Esp.	Esp. / UE	Esp.	Esp. / UE	
PIB PER CAPITA Y COMPONENTES:					
PIB <i>per capita</i> (a)	16,5	79,2	20,2	84,5	2002
Pob.16-64 / Pob. tot.	68,1	102,4	68,3	103,2	2002
Tasa empleo (b)	50,8	80,8	58,9	87,6	2002
Product. trabajo (c)	47,8	95,8	50,3	93,5	2002
PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES Y STOCKS DE CAPITAL:					
Prod. total factores (d)	100,0	100,0	102,5	96,9	2002
Stock cap. tot. / Empleo	118,2	89,1	126,2	89,1	2002
Cap. tecnológico / PIB	6,4	43,0	6,2	40,8	1999
Cap. hum. / Pob. 16-64	32,3	66,9	36,3	71,7	1999
OTROS INDICADORES COMPLEMENTARIOS:					
Gasto en I+D / PIB	0,8	47,7	0,9	51,1	2001
VAB ramas TIC (e)	3,7	78,3	4,0	72,8	2000
Gasto <i>per cap.</i> TIC (f)	443,3	56,1	1143,1	71,2	2001
Gasto pco. educ. / PIB	4,7	90,0	4,4	89,7	2000
Pob. edad de trabajar con estudios superiores / Pob. tot.	29,5	53,2	40,0	82,6	2001

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

- (a) Miles de PPC en euros.
- (b) Ocupados sobre la población entre 16 y 64 años.
- (c) Miles de PPC en euros por ocupado.
- (d) Índice 1995=100.
- (e) % sobre el VAB del total de la economía.
- (f) PPC en euros por habitante.

ciones Locales, sin embargo, alcanzaron el equilibrio presupuestario previsto.

Esta evolución relativamente favorable del saldo de las Administraciones Públicas, especialmente significativa en un año de desaceleración económica, se debió fundamentalmente al buen comportamiento de los ingresos, que tuvieron un crecimiento del 7,6% (en términos de Contabilidad Nacional) respecto al año anterior, aumentando cuatro décimas su peso en el PIB, hasta el 40%. Este aumento se basó, a su vez, en el importante crecimiento de los ingresos impositivos, mientras que los no impositivos disminuyeron sensiblemente su peso respecto al PIB. El gasto público creció un 7,4% respecto al año anterior, aumentando su peso en el PIB en tres décimas, hasta el 40,1%, lo que fue debido tanto al gasto corriente primario como a los gastos de capital, mientras que los gastos en intereses registraron un significativo descenso.

El aumento de los ingresos impositivos es atribuible tanto a los impuestos sobre la producción y las importaciones como a los impuestos corrientes so-

CUADRO IV.3

Principales operaciones financieras de las AAPP
(SEC 95)

Porcentajes del PIB

	1999	2000	2001	2002
Ingresos totales	39,4	39,4	39,6	40,0
Ingresos corrientes	38,6	38,9	39,0	39,5
Impuestos producción e importaciones	11,7	11,7	11,4	11,7
Impuestos renta y patrimonio	10,2	10,5	10,5	10,9
Cotizaciones sociales	13,1	13,3	13,6	13,5
Otros ingresos (a)	3,7	3,4	3,6	3,4
Ingresos de capital	0,7	0,6	0,7	0,5
Gastos totales	40,6	40,2	39,8	40,1
Gastos corrientes	35,8	35,6	35,1	35,3
Gastos en consumo final	17,4	17,6	17,5	17,6
Prestaciones sociales en efectivo	12,4	12,3	12,2	12,5
Intereses efectivos	3,5	3,3	3,1	2,9
Subvenciones	1,2	1,2	1,1	1,1
Otras transferencias	1,2	1,2	1,2	1,3
Gastos de capital	4,8	4,6	4,7	4,8
Formación bruta de capital (b)	3,5	3,1	3,3	3,4
Otros gastos	1,3	1,4	1,4	1,4
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	-1,2	-0,8	-0,1	-0,1
PRO MEMORIA:				
Saldo primario	2,4	2,5	3,0	2,8
Deuda bruta	63,1	60,5	56,9	54,0
Fuentes: INE, Ministerio de Hacienda y Banco de España.				
(a) Incluye consumo de capital fijo.				
(b) Incluye adquisición neta de activos no financieros no producidos.				

bre la renta y el patrimonio. Los primeros registraron un crecimiento del 9,2% respecto al año anterior, aumentando su peso en el PIB en tres décimas. Esta evolución se debe, en gran parte, a dos hechos. De un lado, el sistema de financiación del presupuesto de la Comunidad Europea ha pasado en el 2002 a depender en mayor medida del recurso PNB aportado por los Estados miembros, y en menor medida del recurso IVA. Esto significa que, de la recaudación del IVA, la parte asignada a las Administraciones Públicas españolas es mayor, lo que explica aproximadamente una décima del aumento del peso del total de los impuestos sobre la producción y las importaciones sobre el PIB, lo que tiene como contrapartida el aumento de las transferencias corrientes pagadas derivadas del recurso PNB. De otro lado, los datos de recaudación reflejan un importante aumento de los impuestos sobre transmisiones patrimoniales y sobre actos jurídicos documentados, cedidos a las Comunidades Autónomas, lo que cabría relacionar con la evolución del mercado de la vivienda. Finalmente, debe también señalarse que la recaudación por impuestos indirectos

se vio favorecida, en 2002, por la entrada en vigor del nuevo impuesto sobre hidrocarburos.

Los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio tuvieron un crecimiento aún mayor, del 11,3% respecto al año anterior, lo que significó aumentar su peso en el PIB en cuatro décimas. Nuevamente, esta evolución se debe, en gran parte, a un hecho singular, como es la mayor recaudación del impuesto sobre sociedades derivada de la utilización por parte de las empresas de la disposición transitoria tercera de la ley de acompañamiento de los presupuestos para 2002, relativa a la reinversión de plusvalías (6). Este efecto, de carácter transitorio, puede explicar casi tres décimas del aumento del peso de los impuestos directos sobre el PIB. No obstante, los datos de caja indican también un sólido comportamiento del IRPF, cuya recaudación tuvo un crecimiento en torno al 7% respecto al año anterior, con un aumento de las retenciones sobre los rendimientos del trabajo del 8,5%, lo que refleja, en gran medida, el buen comportamiento relativo que ha mantenido el empleo en el año 2002.

Los ingresos por cotizaciones sociales aumentaron un 6,2% el pasado año, con una significativa desaceleración respecto al aumento del 8,9% registrado en el 2001. Esto ha supuesto una muy ligera pérdida del peso de las cotizaciones sociales sobre el PIB, reflejando una evolución relativamente positiva del número de afiliados a la Seguridad Social, aunque con una tasa de crecimiento del 3%, menor que la del año anterior, en el que se situó en el 3,9%. Por último, la evolución de los ingresos no impositivos estuvo determinada, en gran parte, por el descenso de los ingresos por beneficios del Banco de España.

Dentro del gasto corriente primario, los gastos en consumo final se aceleraron sensiblemente

(6) Como medida complementaria de los Presupuestos para 2002, se redujo el tipo efectivo aplicable en el impuesto sobre sociedades a las plusvalías reinvertidas del 35% al 18%. Estas plusvalías pasaron, además, a tributar en el período impositivo en que se efectúa la reinversión. De esta forma, se eliminó el régimen anterior, que permitía distribuir la plusvalía, por partes iguales, en las bases imponible de los períodos impositivos concluidos en los siete años siguientes al cierre del período impositivo en que vencía el plazo para reinvertir, pero tributando al tipo general del 35%. Con carácter transitorio, se estableció, sin embargo, la posibilidad de que, en relación con las rentas acogidas al régimen anterior y pendientes de integración, las empresas optaran en 2002 por acogerse al nuevo régimen, incorporando todas las plusvalías pendientes en la base del impuesto en 2002 y tributando al 18%, o, alternativamente, por mantener el régimen anterior y seguir tributando al 35%. La mayoría de las empresas habrían optado por la primera de estas opciones, lo que explica el fuerte crecimiento de la recaudación en ese año.

te, con un crecimiento del 7%, frente al 6,3% del año anterior, aumentando en una décima su peso en el PIB. Hay que destacar que esta aceleración se debió a los otros componentes distintos a la remuneración de asalariados al servicio de las AAPP, ya que esta última rúbrica aumentó solo un 5,2%, desacelerándose respecto al año anterior, en el que registró una tasa del 6,1%. Los datos disponibles para los servicios no de mercado indican que esta desaceleración se debe al número de empleados, mientras que la remuneración por asalariado ha mantenido prácticamente la misma tasa de crecimiento que el año anterior. Entre los demás componentes del consumo final de las AAPP, destaca el crecimiento de los consumos intermedios (compras de bienes y servicios), con una tasa del 9,7%, que cabe relacionar en cierta medida con la aceleración en la última parte del año, debida a los gastos ocasionados por el accidente del *Prestige*. También las transferencias sociales en especie tuvieron una significativa aceleración, pasando de un crecimiento del 6,6% en el 2001 al 9,6% en el 2002. Estas transferencias están relacionadas, fundamentalmente, con el gasto sanitario y con la educación concertada.

Las prestaciones sociales en efectivo aumentaron un 8,9%, acelerándose sensiblemente frente al 6% de crecimiento del año anterior, con un aumento de tres décimas en su peso sobre el PIB. Esta evolución refleja, por una parte, la paga extraordinaria a los pensionistas por la desviación del IPC respecto al objetivo de inflación inicialmente previsto y, por otra, el aumento en las prestaciones por desempleo. El gasto en prestaciones por desempleo aumentó un 15% en el 2002 (frente a un 11% en el 2001), con un crecimiento del número de beneficiarios del 12,3% en media del año. Este crecimiento del número de beneficiarios fue muy superior al aumento del paro registrado no agrícola entre el colectivo con empleo anterior, que se situó en el 7,4% en media del año, lo que implica un significativo aumento de la tasa de cobertura neta de las prestaciones por desempleo, que pasó, en media, del 68,5% en 2001 al 71,6% en 2002, siguiendo la tendencia de los últimos años. No obstante, hay que señalar que dicha tasa de cobertura alcanzó un máximo en los meses de verano del 2002, descendiendo posteriormente. Por su parte, los intereses efectivos pagados por las AAPP han registrado una disminución del 2,4% respecto al año anterior, lo que ha

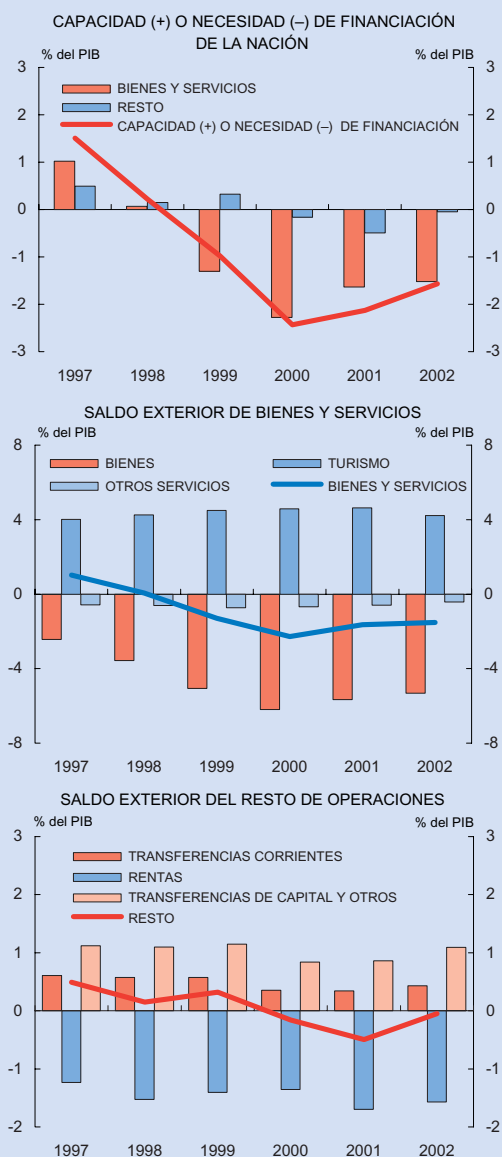
significado un nuevo descenso de dos décimas en su peso sobre el PIB, en un contexto de tipos de interés a la baja y de disminución de la *ratio* de deuda pública sobre el PIB.

En cuanto a la inversión pública, esta mantuvo un fuerte dinamismo en el 2002, con una tasa de crecimiento nominal del 10,7%, lo que cabe relacionar, en gran parte, con el Plan de Infraestructuras 2000-2007 que se está desarrollando en la actualidad. Como consecuencia, el peso de la inversión pública sobre el PIB ha aumentado en una décima este año. Hay que señalar que este aumento de la inversión pública no refleja en su totalidad el mayor esfuerzo realizado en la construcción de infraestructuras en el 2002, debido a las importantes inversiones canalizadas en este campo a través del sector empresarial, bien a través de empresas públicas, o bien a través de grupos concesionarios privados.

Como resumen, cabe caracterizar el 2002 como un ejercicio en el que se detiene la tendencia al descenso del gasto público, en términos relativos al PIB, que tuvo lugar en años anteriores. El gasto corriente primario registró un significativo aumento, debido en gran parte al crecimiento del consumo público y de las prestaciones por desempleo. Sin embargo, el descenso de la carga por intereses y la evolución relativamente positiva de los ingresos, incluyendo determinados hechos singulares como el que afectó a la recaudación por el impuesto de sociedades, permitieron mantener un saldo presupuestario del conjunto de las AAPP próximo al equilibrio, y a la vez sostener una alta tasa de crecimiento de la inversión pública.

En un contexto general de desaceleración económica, los indicadores de la orientación de la política fiscal muestran un carácter restrictivo en el 2002, superior incluso al esperado sobre la base de los Presupuestos inicialmente aprobados. Sin embargo, si se tiene en cuenta el carácter puntual del aumento de la recaudación inducido por las medidas que afectan al impuesto de sociedades, el tono general de la política fiscal puede ser calificado como de prácticamente neutral. En cualquier caso, la política fiscal aplicada ha permitido seguir cumpliendo el objetivo de situar el saldo de las AAPP, en términos ajustados del ciclo, próximo a cero o en superávit, criterio utilizado por la Comisión Europea en la valoración del cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Cuenta del resto del mundo

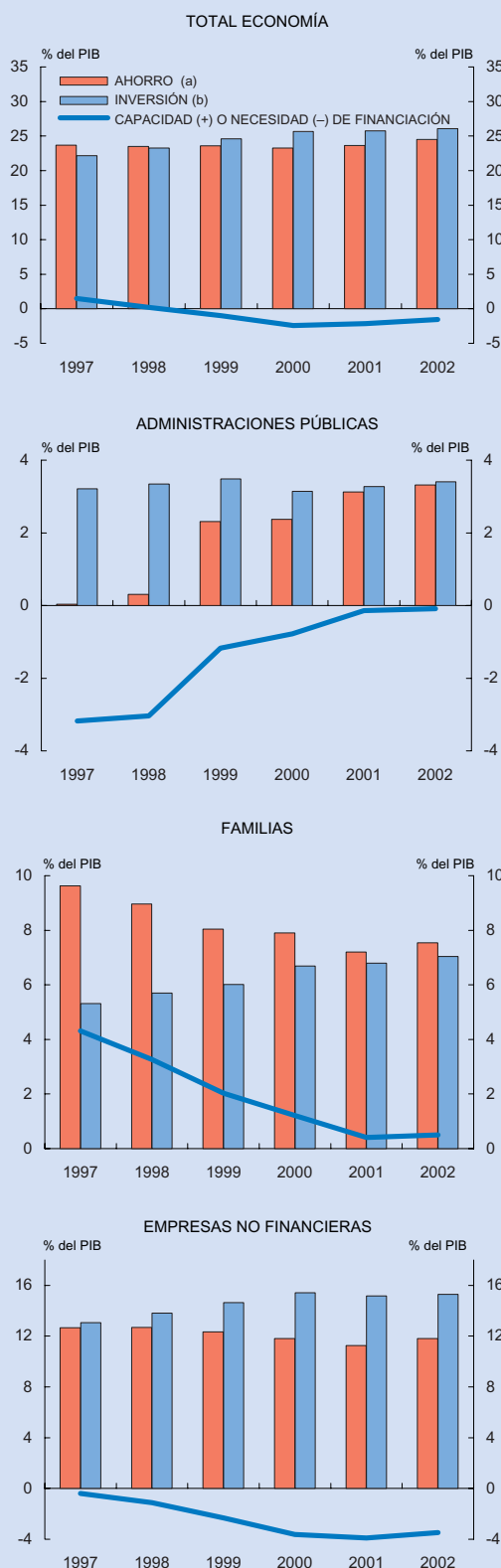


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

IV.8. LA CUENTA DEL RESTO DEL MUNDO Y LA CUENTA DE CAPITAL DE LA ECONOMÍA

En el conjunto de 2002, las necesidades de financiación de la nación se redujeron, hasta situarse en el 1,6% del PIB, cinco décimas menos que en el ejercicio anterior. A esta mejora contribuyeron todos los saldos, que aumentaron o estabilizaron su participación en el producto, con la excepción del saldo turístico, cuyo superávit se redujo en cuatro décimas, hasta alcanzar el 4,2% del PIB (véase gráfico IV.16).

Ahorro, inversión y capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Ahorro nacional bruto.

(b) Formación bruta de capital.

El saldo deficitario de la cuenta de bienes se redujo por segundo año consecutivo, hasta el 5,3% del PIB, desde que en el año 2000 se alcanzase el punto de máximo deterioro, con un valor del 6,2% del PIB. Tanto los ingresos como los pagos moderaron significativamente su crecimiento nominal (hasta el 0,9% y el 0,7%, respectivamente), debido a la ralentización de las transacciones comerciales y a la evolución de los precios. La corrección del déficit se produjo fundamentalmente en la primera parte del año, propiciada por la mejora de la relación real de intercambio de bienes y la fuerte desaceleración de las importaciones reales; no obstante, este avance se truncó en los meses finales de 2002, en un contexto de fuerte escalada de los precios del petróleo, de mantenimiento de las caídas de los precios de exportación y de intensa recuperación de los flujos comerciales reales. Por su parte, el saldo de la cuenta de los servicios disminuyó en dos décimas su peso en el PIB, hasta el 3,8%, como consecuencia del empeoramiento del saldo turístico, mientras que el déficit de otros servicios mejoró levemente.

Las rentas de la propiedad netas continuaron registrando un saldo negativo, pero de menor cuantía que en el ejercicio precedente, situándose en el 1,6% del PIB —una décima menos que en el 2001—. Tras varios años de fuertes incrementos, las rentas percibidas disminuyeron significativamente en el año 2002, debido al descenso general de las rentabilidades, solo parcialmente compensado por el aumento del *stock* de activos financieros. Por su parte, las rentas pagadas también descendieron en el conjunto del año, debido igualmente al descenso de las rentabilidades, no compensado por el incremento moderado del *stock* de pasivos. Por último, las transferencias de capital netas aumentaron su peso en el PIB en dos décimas, reflejando el notable incremento que experimentó la mayoría de los fondos estructurales recibidos de la UE: Fondos de cohesión y FEOGA-Orientación.

La disminución de las necesidades de financiación de la nación fue consecuencia de la recuperación de la tasa de ahorro de la economía, que permitió, al tiempo, un aumento de la participación de la inversión en el producto (véase gráfico IV.17). No obstante, este incremento de la inversión se deriva de la mayor acumulación de existencias registrada en el año 2002, mientras que la formación bruta de capital fijo creció al mismo ritmo que el producto. Por sectores, el menor déficit de la nación fue resultado de la mejora de la capacidad de financiación de las familias y de las sociedades no financieras, mientras que las Administraciones Públicas mantuvieron su déficit presupuestario en una décima del PIB. En el capítulo siguiente se analiza, de forma detallada, la concreción financiera de esta corrección de la posición deficitaria de la economía española.

La estabilización del saldo presupuestario en términos del PIB fue fruto de un incremento de su ahorro bruto y de su esfuerzo inversor. Por su parte, la capacidad de financiación de los hogares mejoró ligeramente en el año 2002, situándose en torno a un 0,15% del PIB, interrumpiendo así la senda de continuo descenso que había registrado en los últimos años. Esta mejora se alcanzó, como ya se ha comentado, por la recuperación de la tasa de ahorro de las familias, que había alcanzado mínimos históricos, y que permitió seguir financiando una inversión en viviendas ligeramente superior, en términos del PIB, a la del año precedente.

Por último, las empresas españolas redujeron sus necesidades de financiación, hasta situarse en torno al 2% del PIB, como consecuencia, principalmente, del comportamiento de las sociedades no financieras, que registraron una disminución de su saldo deficitario hasta el 3,2% del PIB. En el caso de las empresas no financieras, se apreció una mejora del ahorro bruto derivada del mayor excedente bruto de explotación y de la menor carga financiera, mientras que la inversión mantuvo su participación en el producto.

CAPÍTULO V

LA EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA

En líneas generales, el año 2002 supuso una prolongación de las principales tendencias registradas en la evolución de los flujos, los mercados y los intermediarios financieros españoles en 2001, que, naturalmente, se vieron influidos por el contexto internacional caracterizado por el mantenimiento de la incertidumbre sobre el alcance y la duración de la fase de desaceleración cíclica experimentada por las principales economías industrializadas, la aparición de una serie de escándalos financieros que afectaron negativamente a la credibilidad de los estados contables públicos de las empresas cotizadas y las tensiones geopolíticas acumuladas en diferentes áreas.

Las empresas y las familias españolas volvieron a recurrir al incremento de sus deudas para sustentar sus decisiones de gasto. La financiación que captaron creció a tasas alrededor del 14% y, consecuentemente, sus *ratios* de endeudamiento se elevaron, situándose en el entorno de los valores registrados para la media de los países de la UEM. El avance de los pasivos fue más acusado en el caso de los hogares, alcanzando su deuda el 83% de la renta bruta disponible. Este comportamiento revela el afianzamiento del marco de mayor estabilidad macroeconómica en el que progresivamente se ha ido asentando la economía española, al tiempo que evidencia el papel que el sistema financiero está desempeñando en la canalización de los flujos de fondos entre agentes y en la asignación intertemporal de sus recursos.

El incremento de los pasivos obtenidos por las familias y las empresas se apoyó, sobre todo, en el descenso de los tipos de interés nominales a corto y a largo plazo, descenso que fue mayor en términos reales, debido al incremento registrado en la tasa de inflación. De este modo, a pesar del crecimiento de la deuda, la carga financiera soportada por los agentes se mantuvo estable. En el caso de los hogares, el

efecto expansivo de la bajada de los tipos se amplificó como consecuencia del aumento de su riqueza, si bien este fue el resultado neto de movimientos contrapuestos en sus componentes financiero e inmobiliario. En el caso de las sociedades, las consecuencias de los menores tipos de interés se vieron moderadas, sin embargo, por el avance de las primas de riesgo negociadas en los mercados, ligado en algunos casos a la revisión a la baja de las calificaciones crediticias, y por el empeoramiento de las condiciones de financiación en los mercados bursátiles.

La evolución de la riqueza financiera neta del sector privado no financiero estuvo condicionada por la caída de las cotizaciones bursátiles, que fue, sin embargo, menos acusada en las bolsas españolas que en el resto de las plazas europeas. Este descenso, conjuntamente con el mantenimiento de una elevada volatilidad de los precios negociados en esos mercados, propició un nuevo desplazamiento en las carteras de los inversores hacia activos financieros más líquidos y menos arriesgados. Del mismo modo, retrocedieron las emisiones de renta variable, en favor de las de títulos de renta fija emitidos por las AAPP y las empresas financieras —las sociedades no financieras, sin embargo, realizaron una amortización neta de este tipo de valores en 2002—. A su vez, la negociación con instrumentos de renta fija mostró avances significativos que contrastaron con el estancamiento de la registrada con valores de renta variable y con la reducción de la realizada con derivados.

Por el contrario, el componente principal de la riqueza de las familias, la vivienda, volvió a experimentar una notable revalorización en 2002, en el entorno del 17% en términos nominales, de modo que el precio de este activo real muestra signos de una cierta sobrevaloración, comparable con la registrada en la anterior fase alcista en este mercado,

que finalizó a comienzos de la década de los años noventa (véase recuadro V.1). La mayor riqueza inmobiliaria favoreció el dinamismo del consumo de los hogares, al tiempo que una parte importante de los préstamos recibidos por las familias se destinó a la adquisición de viviendas, creciendo esta modalidad de crédito bancario por encima del 17% el pasado año (véase recuadro V.2).

Por su parte, los préstamos que recibieron las sociedades no financieras de las entidades de crédito españolas mostraron una cierta desaceleración en 2002, que, sin embargo, no afectó a los relacionados con las actividades inmobiliarias. De este modo, el crédito hipotecario total, pieza fundamental del negocio en España de estas entidades, continuó creciendo por encima del 20%. La fortaleza de este componente explica una parte importante de la notable resistencia que ha mostrado el sistema bancario español en un contexto marcadamente adverso, caracterizado, además de por la desaceleración de la actividad en España, por la desfavorable evolución de otras economías en las que mantiene inversiones, por la caída de las cotizaciones bursátiles y por la depreciación de las principales divisas latinoamericanas. Así, aunque sus resultados se redujeron en 2002, su rentabilidad se mantuvo en unos niveles elevados —el ROE medio se situó en el entorno del 12%—, al tiempo que el sector continuó mostrando un alto grado de solvencia.

En conjunto, tanto las entidades de depósito, que continúan desempeñando un papel central en la canalización de los flujos financieros entre los diferentes sectores de la economía, como las empresas y las familias españolas, mantienen una posición patrimonial que no debe suponer un obstáculo para la recuperación del consumo, la inversión y el empleo. Sin embargo, como se ha señalado en otras ocasiones, esto no debe ocultar que dicha posición se encuentra ahora más expuesta a determinadas perturbaciones. En particular, la evolución del precio de la vivienda puede condicionar en mayor medida que en el pasado las decisiones de gasto de los hogares, del mismo modo que es razonable pensar que, habida cuenta de los mayores niveles de deuda del sector privado no financiero, el consumo y la inversión serán más sensibles a los cambios en los tipos de interés. El alto endeudamiento reduce, además, el margen disponible para que las sociedades y los hogares españoles puedan continuar sustentando el crecimiento de la actividad sobre la base de un recurso intenso a la financiación ajena. Pese a ello, la

información disponible correspondiente a los primeros meses de 2003 no muestra, aún, signos claros de que la financiación captada por el sector privado no financiero se esté desacelerando.

V.1. LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La financiación captada por el sector privado no financiero se desaceleró ligeramente en 2002, pero continuó avanzando a ritmos que resultan elevados cuando se consideran la situación cíclica de la economía española y el contexto de incertidumbre en el que se desarrolló la actividad. Esta desaceleración fue el resultado neto de una moderación en la tasa de crecimiento de los recursos ajenos obtenidos por las sociedades no financieras y de una cierta aceleración en la financiación crediticia concedida a los hogares. En ambos sectores, no obstante, destacó la fortaleza del crédito relacionado con el sector inmobiliario.

El ahorro financiero neto («operaciones financieras netas», según la terminología del SEC 95) del sector privado no financiero mejoró como consecuencia tanto del aumento en el ahorro de los hogares como de unas menores necesidades netas de financiación de las sociedades no financieras (véase cuadro V.1). Por su parte, las AAPP mantuvieron un saldo reducido en sus operaciones financieras netas y, en conjunto, el recurso neto de la economía española al ahorro exterior alcanzó el 1,6% del PIB, frente al 2,1% registrado en 2001.

V.1.1. Los flujos financieros de los hogares y sociedades no financieras

En 2002 se interrumpió la tendencia decreciente observada en los últimos años en el ahorro financiero de los hogares, que se recuperó hasta alcanzar el 1,4% del PIB (véanse cuadro V.1 y gráfico V.1). Esta mejoría resulta, no obstante, modesta, dados el entorno de creciente incertidumbre que predominó durante el pasado año y las elevadas pérdidas de riqueza financiera del sector como consecuencia de la evolución de los precios de los activos financieros (véase gráfico V.2). En este sentido, fue la revalorización de la vivienda, componente principal del patrimonio de las familias y, por tanto, un condicionante relevante de su capacidad de endeudamiento, la que moderó la recuperación del ahorro.

Análisis del precio de la vivienda en España

En el año 2002, el precio medio de las viviendas tasadas en España aumentó un 16,6%, más de un punto porcentual por encima de la tasa registrada en 2001, lo que supone el cuarto año consecutivo de crecimiento nominal superior al 10%. Esto ocurre, además, en un contexto de desaceleración económica, lo que suscita los lógicos interrogantes sobre cuáles son los determinantes de este comportamiento. Con una perspectiva más larga, el gráfico adjunto (panel superior) muestra cómo los precios reales de la vivienda en España se han duplicado en los últimos 25 años. Si se compara con la de la renta media de los hogares, la expansión registrada es también muy elevada.

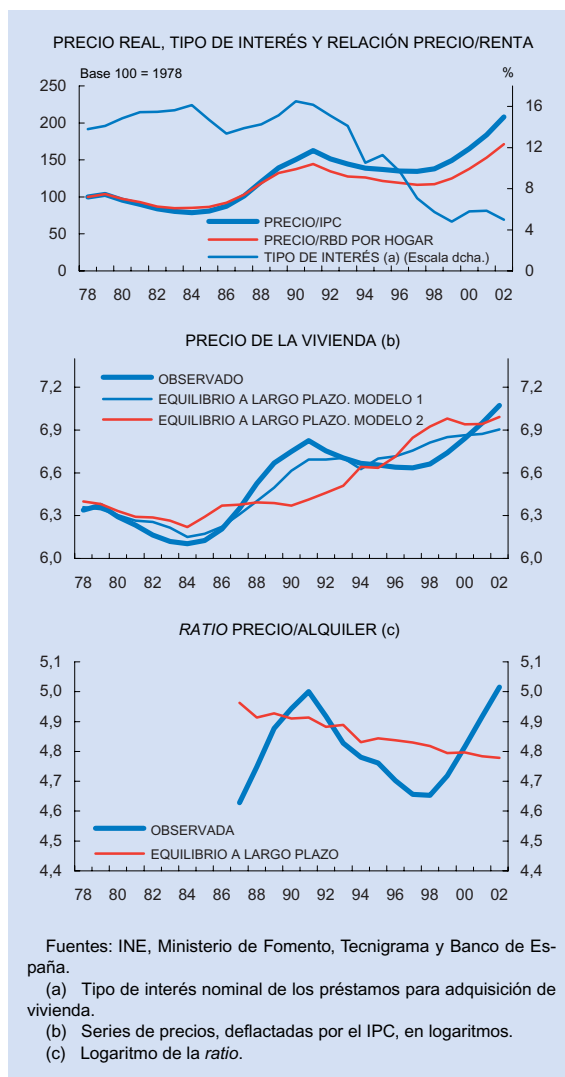
Dadas las características peculiares de la vivienda, que combina propiedades de bien de consumo duradero y de activo de inversión, caben distintas aproximaciones para analizar la evolución de su precio por el lado de la demanda. Así, los análisis centrados en variables macroeconómicas tienden a mostrar que el precio de este bien puede explicarse sobre la base de un número reducido de factores, entre los que destacan la renta media por hogar y el coste de uso de la vivienda, junto con un importante componente inercial, que genera desviaciones transitorias con respecto del equilibrio a largo plazo. En el caso español concurren además otros desarrollos específicos que han podido contribuir a incrementar la demanda de viviendas en el pasado reciente, como los cambios en la pirámide poblacional, el avance de la inmigración y el aumento de la adquisición de segundas residencias, tanto por parte de residentes como de no residentes. No obstante, la evidencia disponible sugiere que en España, como en otros países, los ingresos familiares y el coste de financiación son las variables que explican en una mayor medida la trayectoria del valor de los activos inmobiliarios en las últimas dos décadas.

Los cambios estructurales que ha experimentado recientemente la economía española han impulsado un importante crecimiento del empleo, que ha propiciado el avance de la renta disponible familiar. Al mismo tiempo, se ha producido un descenso pronunciado de los tipos de interés nominales —uno de los componentes del coste de uso de la vivienda—, que, junto con la ampliación del plazo medio de los créditos hipotecarios, ha contribuido a reducir considerablemente la carga financiera que soportan los hogares. Si bien estos factores explican conjuntamente una parte importante de la revalorización reciente de los inmuebles, la correlación (negativa) entre tipos de interés y renta en este periodo dificulta la estimación precisa del impacto diferenciado de cada variable. En este contexto, el gráfico adjunto (panel medio) muestra los resultados de la estimación del precio de equilibrio a largo plazo de la vivienda en España, de acuerdo con dos modelos complementarios que combinan las variables macroeconómicas señaladas (1).

Una aproximación diferente consiste en explotar las propiedades financieras del activo vivienda, analizando la relación teórica entre su precio y los «dividendos» que ofrece (alquileres o precios imputados de los servicios de alojamiento que proporciona) mediante modelos generales de valoración de activos. En el gráfico adjunto (panel inferior) se presentan los resultados de una estimación basada en este enfoque financiero alternativo (2).

Como puede apreciarse, los resultados de ambos enfoques —el macroeconómico y el financiero— apuntan hacia la existencia de una cierta infravaloración de la vivienda en la segunda mitad de la década de los años noventa, conforme avanzaron las correcciones de su precio real, que se iniciaron a partir de 1991. De este modo, el comportamiento expansivo de los precios en este mercado al final de esa década ha de contemplarse, al menos en parte, como un ajuste hacia su valor de equilibrio.

Sin embargo, los precios han aumentado más allá de lo necesario para recuperar su valor de equilibrio, de manera que, al final de la muestra, la vivienda muestra una cierta sobrevaloración, que, no obstante, resulta compatible con la dinámica habitual de ajuste en este mercado. En consecuencia, y con las cautelas propias que deben acompañar a un ejercicio como el realizado, es probable que tenga lugar en el futuro próximo una reconducción, previsiblemente gradual, de las tasas de crecimiento de los precios de la vivienda hacia registros más acordes con la evolución de sus fundamentos de largo plazo.



(1) La principal diferencia entre ambos modelos radica en que, en el primero (modelo 1), la elasticidad renta del precio de la vivienda se estima libremente, mientras que en el segundo (modelo 2) se restringe a la unidad. Para mayor detalle, véase el Documento de Trabajo del Servicio de Estudios del Banco de España n.º 0307, *Análisis del precio de la vivienda en España*, elaborado por Jorge Martínez y Luis Á. Maza.

(2) Para más detalle, véase el Documento de Trabajo del Servicio de Estudios del Banco de España n.º 0304, *House prices and rents: an equilibrium asset pricing approach*, elaborado por Juan Ayuso y Fernando Restoy.

Operaciones financieras netas y flujos intersectoriales

% PIB

	OPERACIONES FINANCIERAS NETAS					
	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Economía nacional	1,5	0,2	-1,0	-2,4	-2,1	-1,6
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	3,9	2,1	-0,3	-2,4	-3,5	-3,0
Sociedades no financieras	-0,6	-1,1	-2,3	-3,5	-4,6	-4,4
Hogares e ISFLSH	4,5	3,3	2,0	1,1	1,1	1,4
Instituciones financieras	0,8	1,1	0,5	0,7	1,5	1,5
Administraciones Públicas	-3,2	-3,0	-1,2	-0,8	-0,1	-0,1
	FLUJOS INTERSECTORIALES (a)					
	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Hogares e ISFLSH	4,5	3,3	2,0	1,1	1,1	1,4
Frente a:						
Instituciones de crédito (b)	-6,7	-4,6	0,5	-0,2	-1,5	-2,8
Inversores institucionales (c)	10,9	7,6	0,9	0,4	3,7	2,8
Sociedades no financieras	-0,6	-1,1	-2,3	-3,5	-4,6	-4,4
Frente a:						
Instituciones de crédito (b)	-3,0	-4,5	-4,1	-6,8	-4,0	-2,7
Resto del mundo	1,6	0,7	-0,7	2,0	-2,3	-1,0
Administraciones Públicas	-3,2	-3,0	-1,2	-0,8	-0,1	-0,1
Frente a:						
Instituciones de crédito (b)	1,4	1,4	1,3	2,2	-2,3	1,0
Inversores institucionales (c)	-3,9	-2,6	1,7	3,9	2,9	0,3
Resto del mundo	-2,0	-1,1	-4,3	-5,9	-1,6	-1,2
Resto del mundo	-1,5	-0,2	1,0	2,4	2,1	1,6
Frente a:						
Instituciones de crédito (b)	2,7	7,1	1,9	5,1	3,8	2,9
Inversores institucionales (c)	-2,5	-6,3	-3,6	-5,7	-4,9	-2,4
Sociedades no financieras	-1,6	-0,7	0,7	-2,0	2,3	1,0
Administraciones Públicas	2,0	1,1	4,3	5,9	1,6	1,2

Fuente: Banco de España.

(a) Un signo positivo indica que se otorga financiación al sector de contrapartida. Un signo negativo refleja la financiación recibida del sector de contrapartida.

(b) Definido según la 1.ª Directiva bancaria.

(c) Empresas de seguro e Instituciones de inversión colectiva.

El entorno de creciente incertidumbre influyó también de manera sustancial en las decisiones de inversión financiera de las familias. Sus operaciones netas de activo, que experimentaron una recuperación durante 2002, se caracterizaron por una mayor preferencia relativa por los instrumentos más líquidos y de menor riesgo (véanse cuadro V.2 y gráfico V.2). Los medios de pago —efectivo, depósitos a la vista y depósitos de ahorro— constituyeron el principal componente de la adquisición neta de activos financieros, si bien los depósitos a plazo también recibieron un volumen de inversión elevado, dentro de la tendencia decreciente observada desde el año 2000. Los hogares continuaron realizando suscripciones netas positivas de fondos de inversión, aunque por un volumen

más moderado que en 2001, 0,2% del PIB, y con una evolución dispar por tipo de fondo. Así, mientras que la inversión neta en fondos del mercado monetario y FIM de renta fija en euros fue relativamente elevada, en el resto de FIM se produjeron reembolsos netos. Por otra parte, a pesar de las caídas de los índices bursátiles y de la elevada volatilidad que les caracterizó, las familias realizaron una inversión directa positiva en valores de renta variable, tanto cotizados como no cotizados. Por último, las aportaciones a planes de pensiones y seguros fueron también importantes, aunque menores que en años anteriores.

Por el lado del pasivo, los recursos obtenidos por los hogares alcanzaron el 8% del PIB, del cual

Precio de la vivienda y consumo de los hogares

De acuerdo con distintos analistas, la revalorización del precio de la vivienda en determinados países ha sido un factor importante para explicar el comportamiento del consumo de los hogares en la actual fase de desaceleración económica. Este argumento, que se ha empleado especialmente en los casos de Estados Unidos y el Reino Unido, tiene su origen en el efecto riqueza sobre esa partida del gasto asociado al incremento del precio de los activos inmobiliarios de las familias. La naturaleza de este efecto riqueza difiere, no obstante, de la del que se produce como consecuencia de la revalorización de otros activos, como los financieros, ya que no procede de las expectativas de mayores rentas —un encarecimiento de la vivienda en la actualidad implicará, normalmente, un mayor coste de los servicios de alojamiento que esta proporciona a lo largo del tiempo—, sino del papel que desempeñan los inmuebles como colateral para la obtención de créditos.

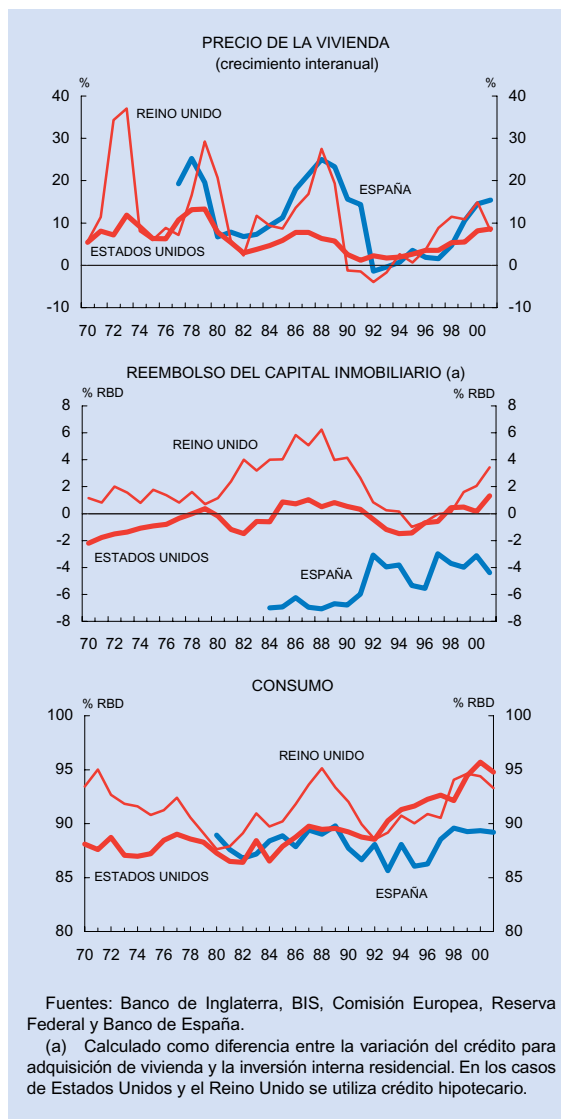
En este sentido, a la hora de decidir la combinación de consumo presente y consumo futuro que desean, los hogares se enfrentan con restricciones para poder endeudarse con cargo a sus rentas futuras. En estas condiciones, aumentos de la riqueza inmobiliaria suponen un mayor volumen de colateral con el que garantizar sus préstamos y, por tanto, tienden a relajar esas restricciones. Esa mayor capacidad de endeudamiento puede materializarse en gasto, bien mediante un mayor recurso a préstamos bancarios que se destinen inmediatamente al consumo, o bien mediante una reducción de la propensión a ahorrar, ya que las familias saben que, en caso de que en el futuro se produzca una reducción no anticipada de, por ejemplo, sus rentas, estarán en mejores condiciones para acceder al mercado de crédito.

Recientemente, para evaluar la importancia de la relación entre el precio de la vivienda y el consumo se ha prestado atención a un indicador conocido como «Reembolso del Capital Inmobiliario» (RCI, en adelante). Este indicador mide la diferencia entre la variación del crédito hipotecario concedido a los hogares durante un año y el valor de su inversión interna residencial en el mismo período. Así, un signo positivo del RCI implica que el sector de los hogares está utilizando parte de la financiación hipotecaria para fines distintos de la adquisición de vivienda; fines que incluyen el consumo o la inversión en otro tipo de activos.

En el gráfico adjunto se muestra la evolución del precio de la vivienda, el RCI y el consumo en Estados Unidos, el Reino Unido y España entre 1970 y 2001. Puede apreciarse cómo en los dos primeros países ha habido diferentes períodos en los que el indicador RCI presenta valores positivos, lo que reflejaría que los hogares han utilizado en varias ocasiones la financiación hipotecaria con una finalidad distinta de la inversión en vivienda. Se observa, además, que el RCI está estrechamente relacionado con la evolución del consumo, lo que sugiere que los fondos podrían haberse destinado a este fin. En la última parte de la muestra, en la que los precios de la vivienda han crecido de manera sustancial, se aprecia, en especial en el caso del Reino Unido, un incremento significativo del RCI.

En cambio, en España el RCI ha presentado un signo negativo durante todo el período considerado, lo que indicaría que, de modo agregado, los hogares españoles no solo destinan la totalidad de los préstamos hipotecarios obtenidos a adquirir nuevas viviendas, sino que incluso la financiación de esas adquisiciones requiere el recurso a otras fuentes adicionales de recursos, típicamente a la liquidación de activos financieros. Este comportamiento del RCI, que es compartido por la mayoría de países de la UEM, sugiere que, contrariamente a lo ocurrido en Estados Unidos o el Reino Unido, las familias españolas no han utilizado el mayor valor de sus viviendas para obtener créditos con cargo a los cuales elevar su consumo.

Sin embargo, pese al crecimiento de la incertidumbre económica y el deterioro de su riqueza financiera, la tasa de ahorro de los consumidores españoles se ha venido reduciendo en los últimos años y ha crecido de manera solo moderada en 2002, lo que, junto con la evidencia presentada en el recuadro IV.I sobre la relevancia del efecto riqueza para explicar el comportamiento del consumo, apunta en la dirección de que la revalorización de la vivienda ha impulsado el gasto en consumo por la vía, principalmente, de reducir la propensión de los hogares a ahorrar. En todo caso, el sustancial avance del crédito en este contexto revela que el aumento del precio de este activo real ha tendido a sustentar el gasto en inversión residencial en mayor medida en España que en otros países que han experimentado procesos similares en el pasado reciente.

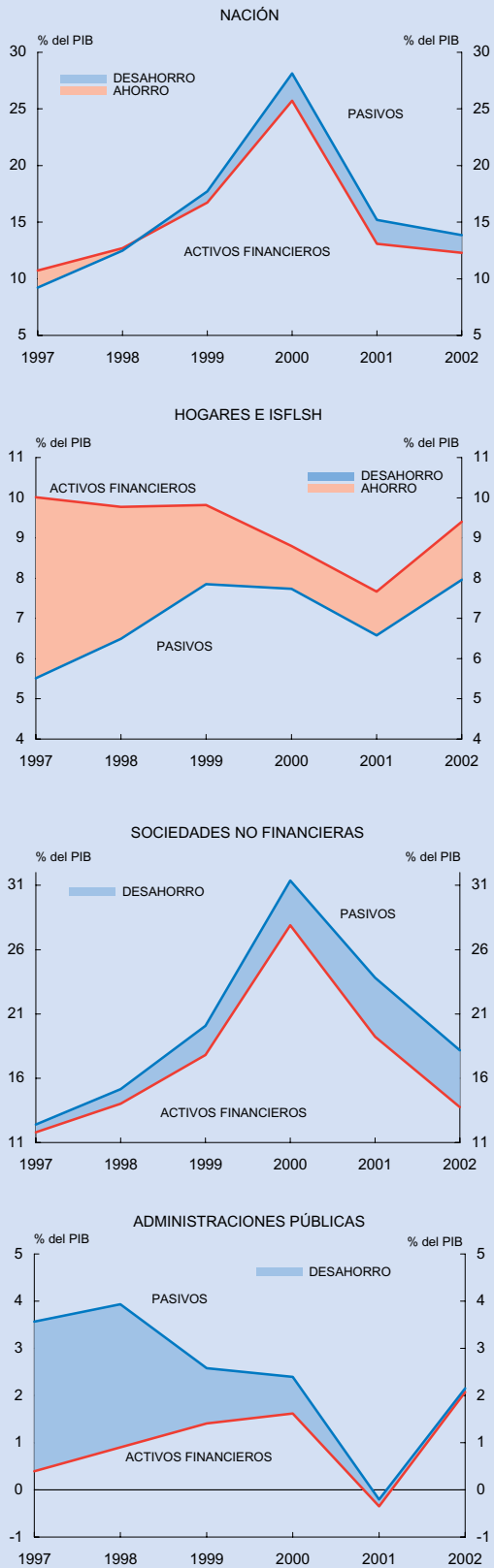


Fuentes: Banco de Inglaterra, BIS, Comisión Europea, Reserva Federal y Banco de España.

(a) Calculado como diferencia entre la variación del crédito para adquisición de vivienda y la inversión interna residencial. En los casos de Estados Unidos y el Reino Unido se utiliza crédito hipotecario.

GRÁFICO V.1

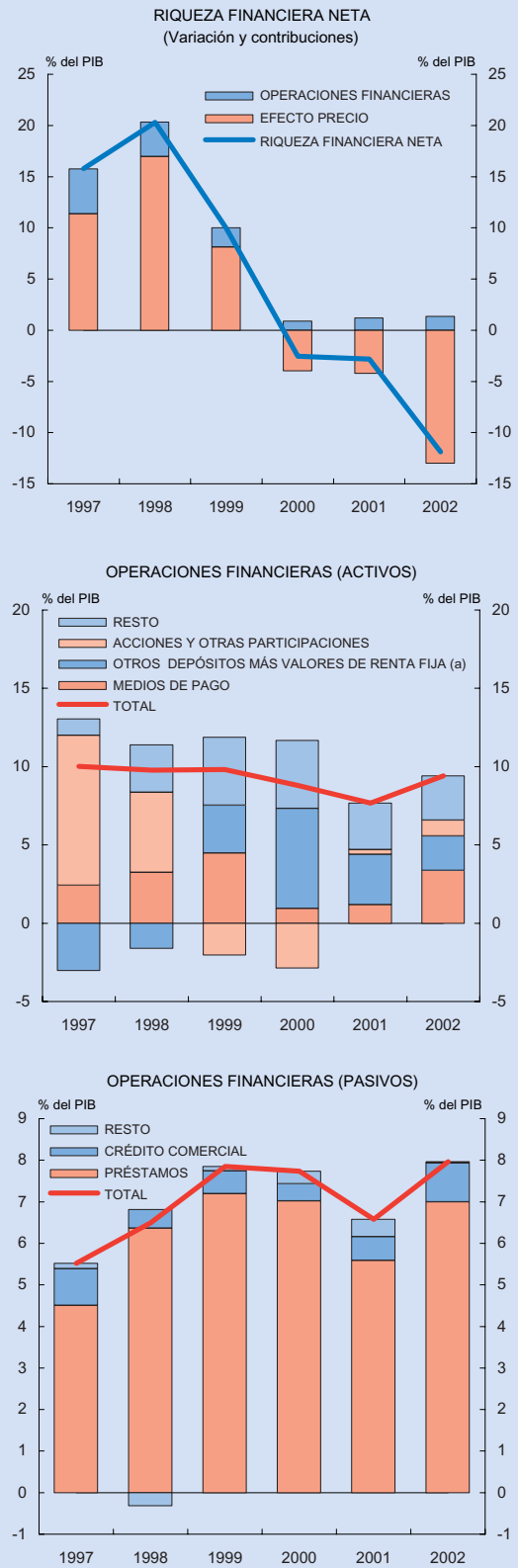
Operaciones financieras



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO V.2

Operaciones financieras de los hogares e ISFLSH



Fuente: Banco de España.
 (a) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH

% PIB

	Sociedades no financieras			Hogares e ISFLSH		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Ahorro financiero neto	-3,5	-4,6	-4,4	1,1	1,1	1,4
Operaciones financieras (activos)	27,9	19,2	13,8	8,8	7,7	9,4
Medios de pago	0,9	1,7	1,4	0,9	1,2	3,4
Otros depósitos (a)	1,0	0,4	1,0	6,1	3,4	2,2
Valores distintos de acciones	0,3	0,7	0,4	0,3	-0,1	0,1
Acciones y otras participaciones (b)	15,2	5,9	4,2	0,5	-0,5	0,8
Del cual:						
Resto del mundo	11,3	4,9	3,0	-0,4	-0,1	0,1
Participaciones en fondos de inversión	-0,3	0,0	-0,1	-3,4	0,8	0,2
Del cual:						
FIAMM	-0,1	0,2	0,0	-1,3	1,3	0,7
FIM	-0,3	-0,3	-0,2	-2,0	-0,5	-0,5
Reservas técnicas de seguro	0,2	0,3	0,3	3,4	2,5	2,2
Créditos y otros	10,5	10,4	6,5	0,9	0,4	0,6
Operaciones financieras (pasivos)	31,4	23,8	18,2	7,7	6,6	8,0
Valores distintos de acciones	-0,7	0,0	-0,3			
Acciones y otras participaciones	12,8	5,4	3,1			
Préstamos	11,2	11,1	10,2	7,0	5,6	7,0
Del cual:						
Instituciones financieras residentes (c)	7,6	6,9	6,6	7,0	5,4	6,8
Resto del mundo	3,5	4,0	3,4	0,0	0,0	0,0
Crédito comercial	8,1	7,3	5,4	0,4	0,6	0,9
Reservas técnicas de seguro y otros	0,0	0,0	-0,2	0,3	0,4	0,0
PRO MEMORIA: CRECIMIENTO INTERANUAL:						
Financiación (d)	19,9	18,2	14,3	17,3	12,4	14,8

Fuente: Banco de España.

(a) No incluye los depósitos de ahorro, ya que se incorporan en los medios de pago.

(b) No incluyen participaciones en fondos de inversión.

(c) Incluye los titulizados.

(d) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes (incluso el titulizado), préstamos exteriores y valores de renta fija.

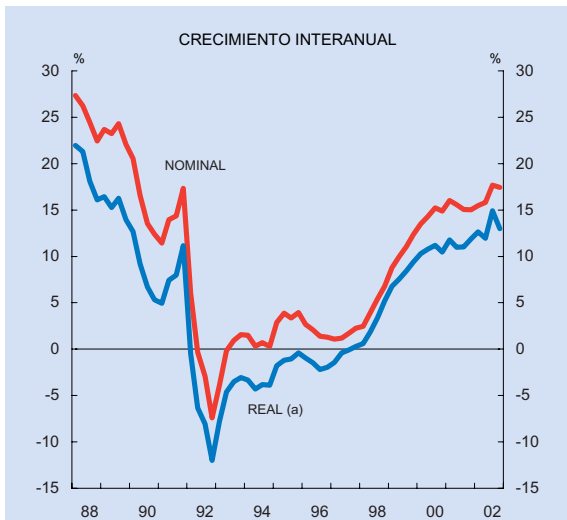
6,8 puntos correspondieron a préstamos de instituciones financieras residentes. Este volumen de financiación recibida fue más elevado que en 2001, cuando alcanzó el 6,6% del PIB, y estuvo determinado, en gran medida, por la persistencia de unas condiciones monetarias y financieras holgadas. Los tipos de interés de los préstamos mantuvieron un nivel históricamente reducido y durante el último trimestre del año disminuyeron aún más, ante las expectativas —que fueron posteriormente confirmadas— de bajadas en los tipos de interés oficiales, en un entorno de creciente competencia entre las entidades. El incremento del crédito se vio sostenido también por el aumento del empleo y por la revalorización del patrimonio inmobiliario de los hogares (véase gráfico V.3). El principal destino de la financiación crediticia fue la adquisición de vivienda. En cambio, el cré-

dito destinado al consumo corriente y duradero experimentó una significativa reducción en sus tasas de crecimiento interanual, hasta el 6,4%, en consonancia con la moderación del gasto del sector.

Por lo que respecta a las sociedades no financieras, durante 2002 se redujo su volumen de inversión en activos financieros y de adquisición de pasivos. La ligera recuperación de su ahorro bruto y la atonía de la formación bruta de capital hicieron que el saldo neto de sus operaciones financieras experimentara una modesta mejora, después del deterioro experimentado en los últimos años. Dicho saldo continuó siendo negativo, -4,4% del PIB, aunque este desahorro es todavía de magnitud inferior al alcanzado en etapas cíclicas similares en el pasado.

GRÁFICO V.3

Evolución del precio de la vivienda



Fuente: Banco de España.
(a) Deflactado con el IPC.

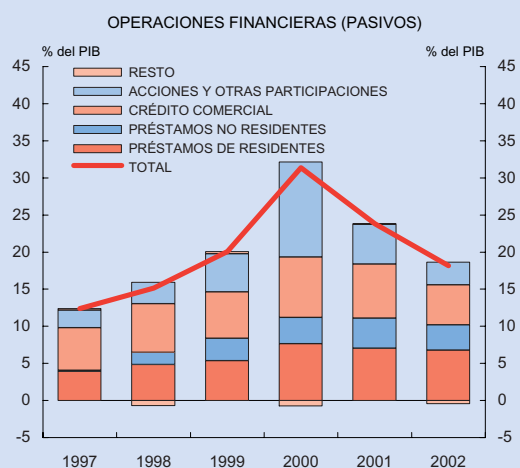
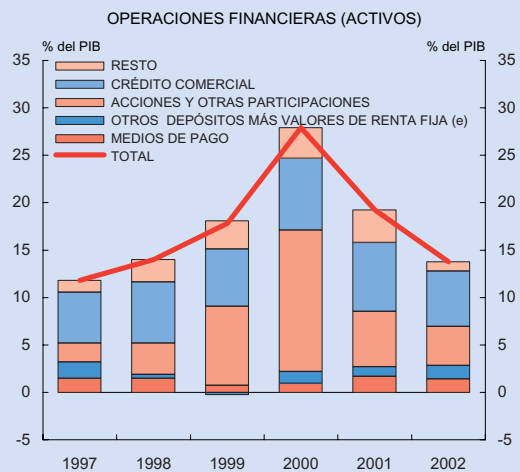
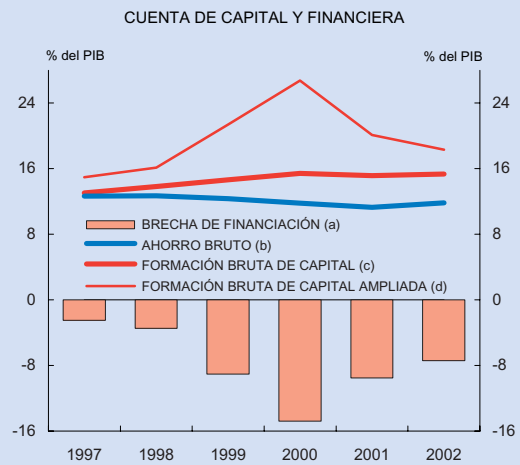
La necesidad de recursos para financiar un agregado más amplio de inversión denominado *brecha de financiación* —que incluye, además de la formación bruta de capital, la inversión financiera de carácter permanente en el resto del mundo— también se redujo hasta el 7,4% del PIB, como consecuencia de una nueva contracción en los flujos de inversión en el exterior, en un contexto de bajo crecimiento generalizado en las principales economías, de elevada incertidumbre y de crisis en algunos países latinoamericanos (véase gráfico V.4).

La adquisición neta de activos financieros por parte de las sociedades no financieras continuó la senda de moderación observada en 2001, debido, principalmente, al menor crecimiento de las posiciones acreedoras frente a otros países (véase cuadro V.2). No obstante, estas continuaron siendo relativamente elevadas y representaron en torno al 28% de la inversión financiera neta de las sociedades. Una parte importante de la adquisición de activos financieros, más de un 40%, lo constituyó el crédito comercial, que, en su mayoría, consistió en operaciones entre empresas (que también están reflejadas en el pasivo del sector).

La desaceleración de la inversión productiva y hacia el exterior de las empresas españolas se tradujo en una reducción del ritmo de crecimiento de sus operaciones de pasivo, que se manifestó de forma bastante generalizada en las distintas rúbricas (véanse cuadro V.2 y gráfico V.4). Durante 2002, la

GRÁFICO V.4

Operaciones financieras de las sociedades no financieras



Fuente: Banco de España.

(a) Recursos financieros que cubren la brecha entre la inversión real y financiera permanente y el ahorro bruto.

(b) Incluye las transferencias de capital.

(c) Incluye, además de la FBK, la variación de existencias.

(d) Calculada incorporando la renta variable en el exterior.

(e) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

obtención de recursos a través de la emisión de acciones y otras participaciones alcanzó el 3,1% del PIB, frente al 5,4%, en 2001. El aumento de la financiación ajena con coste —valores distintos de acciones y crédito— se situó en el 14,3%, tasa todavía elevada, aunque notablemente más reducida que en 2001 (véase la pro memoria en el cuadro V.2). La emisión neta de valores de renta fija fue negativa, especialmente en el caso de los valores a corto plazo, y la financiación crediticia creció menos que el año anterior, tanto en su componente interior como en el caso de los préstamos del exterior, que continuaron no obstante constituyendo una fuente de financiación importante (más del 30% del flujo neto de financiación crediticia). Conviene destacar, sin embargo, que la evolución del crédito no fue homogénea en los distintos sectores productivos. Así, en la industria (excluida construcción) y en el sector servicios (excluyendo los inmobiliarios) se registraron tasas de expansión moderadas del 3,2% y del 5,7%, en términos interanuales, respectivamente. Sin embargo, los préstamos dirigidos al sector de la construcción y los servicios inmobiliarios se incrementaron a ritmos más altos que en 2001, por encima del 20%, en línea con el dinamismo experimentado por esta rama de actividad durante el pasado año.

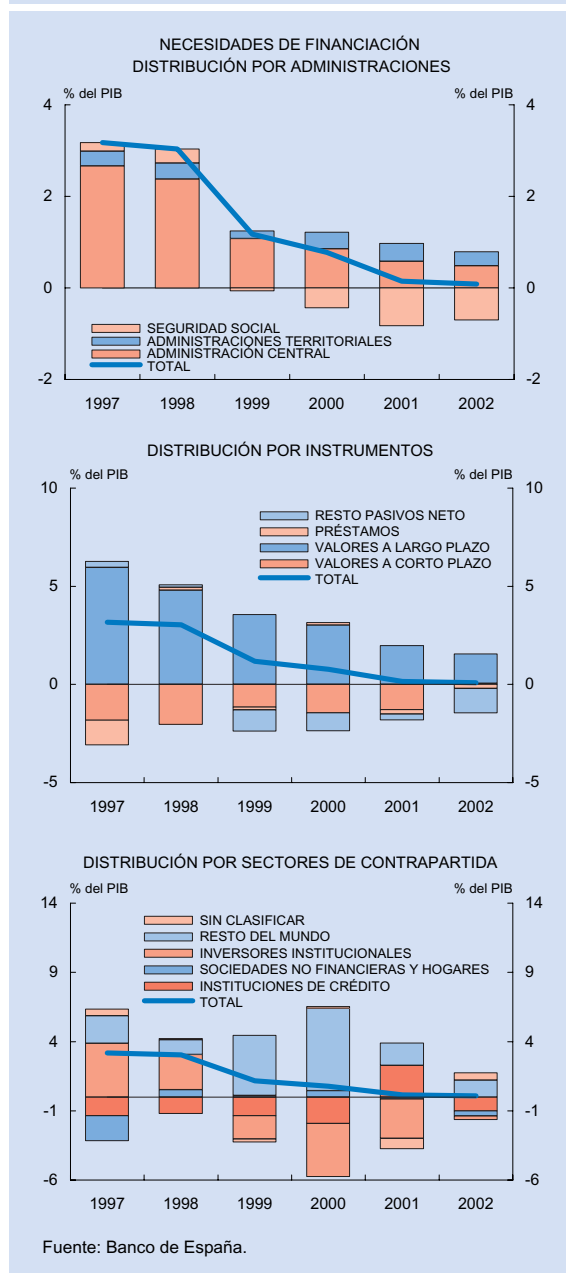
V.1.2. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

En el año 2002, el sector de las AAPP mantuvo un saldo neto de sus operaciones financieras próximo al equilibrio presupuestario, -0,1% del PIB (véase gráfico V.5). Estas necesidades netas de financiación fueron el resultado de un superávit de la Seguridad Social que casi compensó los déficit reducidos de la Administración Central y de las Administraciones Territoriales.

Las AAPP incrementaron el volumen neto de emisión de valores negociables, al tiempo que redujeron el saldo de créditos y otros pasivos y aumentaron sus depósitos. En el caso del Estado, la emisión neta de letras del Tesoro fue, por primera vez desde 1997, positiva, aunque reducida (inferior al 0,1% del PIB). Además, con el objetivo de dotar de mayor liquidez a este segmento del mercado, se adoptaron las siguientes medidas. Por un lado, a partir de agosto el Tesoro cambió la periodicidad de las subastas (de quincenal a mensual), elevando los importes adjudicados por subasta. Por otro lado, cada una de las referencias pasó a subastarse en varias ocasiones, lo que aumentó el saldo en circulación por referencia. La principal fuente

GRÁFICO V.5

Operaciones financieras de las Administraciones Públicas



de financiación del Estado siguió siendo, no obstante, la emisión de bonos y obligaciones, con la que captó un volumen aproximado de recursos del 1,2% del PIB. Más desagregadamente, las emisiones netas de bonos a tres y cinco años fueron negativas, por un importe total de 6,6 mm de euros, mientras que las de obligaciones a diez, quince y treinta años fueron positivas y alcanzaron los 15,8 mm de euros. En lo que respecta a la vida media de la deuda del Estado, tras varios años de paulatinos crecimientos, desde finales de 2001 se estabilizó en un rango cercano a los seis años. Por su parte, las emisiones netas de las Adminis-

Operaciones financieras de la nación

% PIB

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Operaciones financieras netas	1,5	0,2	-1,0	-2,4	-2,1	-1,6
Operaciones financieras (activos)	9,9	12,6	15,3	25,2	12,2	11,6
Oro y DEG	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	1,3	3,2	1,7	2,8	-2,7	4,1
Sistema crediticio	-1,5	0,0	3,7	2,5	-2,7	2,0
Otros sectores residentes	2,7	3,2	-2,1	0,4	0,0	2,0
Valores distintos de acciones	3,6	3,5	2,9	3,9	7,2	4,3
Sistema crediticio	1,9	-1,4	-0,8	-0,3	2,0	0,6
Otros sectores residentes	1,6	4,8	3,7	4,2	5,3	3,7
Acciones y otras participaciones	3,2	4,6	10,1	15,6	5,2	3,1
Sistema crediticio	0,5	0,4	0,8	1,8	0,0	0,0
Otros sectores residentes	2,6	4,1	9,4	13,9	5,2	3,1
Del cual:						
Sociedades no financieras	1,9	2,3	6,8	11,3	4,9	3,0
Créditos	1,9	1,4	0,7	2,8	2,5	0,1
Sistema crediticio	0,8	0,2	-0,2	0,5	0,8	0,0
Otros sectores residentes	1,1	1,2	0,9	2,3	1,7	0,1
Operaciones financieras (pasivos)	8,4	12,4	16,3	27,7	14,3	13,1
Depósitos	4,4	5,9	4,1	6,8	2,8	4,3
Del cual:						
Sistema crediticio	4,4	5,9	4,1	6,8	2,8	4,3
Valores distintos de acciones	2,2	0,9	5,4	7,0	3,1	4,0
Sistema crediticio	0,2	0,3	0,9	0,7	0,6	1,2
Administraciones Públicas	2,1	0,9	4,3	5,7	1,6	1,1
Otros sectores residentes	0,0	-0,3	0,2	0,5	0,9	1,7
Acciones y otras participaciones	1,4	3,3	4,2	9,4	4,7	1,8
Sistema crediticio	-0,2	0,1	0,3	1,8	0,5	0,1
Otros sectores residentes	1,6	3,2	3,9	7,7	4,1	1,7
Créditos	1,2	2,2	3,8	4,5	4,8	3,8
Administraciones Públicas	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0
Otros sectores residentes	1,2	2,1	3,7	4,4	4,7	3,7
Otros neto (a)	-0,8	0,0	-1,2	0,0	-1,0	-0,7

Fuente: Banco de España.

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

traciones Territoriales supusieron el 0,5% del PIB y se concentraron en el largo plazo.

Por sectores, el resto del mundo continuó siendo el principal proveedor de financiación a las AAPP en términos netos. Así, los valores negociables en manos de no residentes alcanzaron alrededor del 46% de la cartera total de deuda pública, porcentaje que ha ido creciendo desde 1999, cuando se situaba en torno al 30%. Las instituciones de crédito residentes, que poseen alrededor del 30% de la deuda pública, incre-

mentaron sus tenencias moderadamente en comparación con 2001, año en el que se produjo un notable incremento de su demanda, justificado por el inicio de las subastas de liquidez del Tesoro.

V.1.3. La inversión y la financiación exterior de la economía española

Durante 2002, el saldo neto de las operaciones financieras de la economía española con el

resto del mundo alcanzó el $-1,6\%$ del PIB, frente al $-2,1\%$ del año anterior (véase cuadro V.3). La menor entrada neta de fondos fue el resultado de una disminución en las operaciones de pasivo respecto al año 2001 algo más intensa que en las de activo, en un entorno que continuó siendo poco favorable para el avance de los flujos internacionales de capitales.

La inversión de la economía española en activos financieros exteriores alcanzó el $11,6\%$ del PIB, frente al $12,2\%$ de 2001. El contexto internacional adverso también tuvo reflejo en la composición de estos flujos de capital, que tendieron a concentrarse en los activos de menor riesgo. Así, mientras que la adquisición de efectivo y depósitos aumentó, el resto de operaciones de activo se redujo. La inversión en valores distintos de acciones alcanzó el $4,3\%$ del PIB, por encima de la realizada en acciones ($3,1\%$ del PIB).

Las operaciones de pasivo con el exterior experimentaron una moderada disminución, al alcanzar el $13,1\%$ del PIB, frente al $14,3\%$ el año anterior. Este descenso se debió principalmente a la caída, como en 2001, de la adquisición neta de acciones y otras participaciones de los no residentes, que ascendió al $1,8\%$ del PIB en 2002. Sin embargo, la inversión de los no residentes en activos más líquidos y de menor riesgo aumentó. Así, la adquisición neta de depósitos y de valores de renta fija alcanzó, respectivamente, el $4,3\%$ y 4% del PIB.

V.2. LOS MERCADOS FINANCIEROS ESPAÑOLES

La evolución de los mercados financieros españoles en 2002 se enmarcó, como ya se ha señalado, en un contexto internacional de inestabilidad económica y geopolítica, en el que la aparición de algunos escándalos empresariales afectó negativamente a la credibilidad de los estados contables públicos de las empresas cotizadas. Estos factores, al igual que en la mayoría de las economías desarrolladas, condujeron a una caída significativa de los precios en los mercados de renta variable y condicionaron las emisiones de valores en los mercados primarios. La mayor incertidumbre se reflejó en un aumento de la volatilidad de las acciones, que alcanzó niveles elevados, superiores, incluso, a los registrados inmediatamente después de los atentados del 11 de septiembre de 2001. Además, se produjo un trasvase por parte tanto de los emiso-

res como de los inversores desde los instrumentos de renta variable a los de renta fija. En particular, las instituciones financieras recurrieron a las emisiones de bonos para obtener fondos con los que satisfacer la elevada demanda de financiación del sector privado no financiero. Por el contrario, en el caso de las empresas, el ajuste de los planes de inversión, en parte ligado al proceso de saneamiento iniciado por algunas grandes compañías, propició una menor apelación a los mercados.

V.2.1. Los mercados primarios

En los mercados primarios, la emisión neta de acciones, tanto por parte de las sociedades no financieras como de las instituciones financieras, continuó mostrando una moderación acorde con la incertidumbre existente en los mercados de renta variable y con la importante reducción de las cotizaciones. Por su parte, los fondos obtenidos a través de ofertas públicas de venta de acciones se redujeron significativamente como resultado del menor volumen de las operaciones de salida a bolsa y de la ausencia de privatizaciones realizadas por esta vía (véase cuadro V.4).

En el caso de las sociedades no financieras, esta reducción en la cuantía de los recursos obtenidos a través de la emisión de acciones no fue compensada con la financiación recibida en los mercados de renta fija. Así, durante 2002 el sector realizó una amortización neta de bonos y pagarés de 1.500 millones de euros, que contrasta con los casi 1.000 millones de euros que recibió el año anterior. Por otro lado, el volumen de recursos obtenidos por sus filiales en el extranjero se redujo significativamente, por primera vez en los últimos tres años. Todos estos descensos están relacionados con la contención de la inversión y con la reestructuración de los balances de algunas grandes empresas españolas, que son las que han recurrido en el pasado en mayor medida a este tipo de financiación.

Por el contrario, las instituciones financieras —que incluyen, además de las entidades de crédito, otros intermediarios financieros, como las instituciones de inversión colectiva o los fondos de titulización— aumentaron de manera notoria sus emisiones de renta fija en el mercado nacional. Estas operaciones se concentraron, al igual que el año anterior, en títulos de largo plazo, de los cua-

Emisiones y ofertas públicas de valores negociables

Millones de euros

	1999	2000	2001	2002
Emisiones netas de residentes (a)	58.022	47.176	33.654	41.508
Renta fija	48.707	14.305	28.821	37.763
<i>Estado</i>	13.583	10.688	3.856	7.109
<i>AATT</i>	1.662	1.166	757	3.171
<i>Entidades de crédito</i>	24.810	-1.772	13.226	13.475
<i>Otras empresas financieras</i>	5.280	5.689	9.986	15.557
<i>Empresas no financieras (b)</i>	3.372	-1.466	996	-1.549
Renta variable	9.315	32.871	4.833	3.745
<i>Entidades de crédito</i>	812	10.310	2.223	1.712
<i>Otras empresas financieras</i>	291	735	323	141
<i>Empresas no financieras</i>	8.212	21.826	2.287	1.892
Ofertas públicas de venta	5.042	3.074	3.085	1.616
Privatizaciones	772	0	696	0
Resto	4.270	3.074	2.389	1.616
PRO MEMORIA:				
Emisiones netas de filiales en el extranjero	21.389	32.191	23.138	15.933
Instituciones financieras	11.806	21.041	11.833	13.484
Empresas no financieras	9.583	11.150	11.305	2.449

Fuentes: CNMV y Banco de España.
(a) Incluye emisiones de residentes, tanto en moneda local como en divisas.
(b) Emisiones a corto plazo son los pagarés registrados en la CNMV.

les la mayor parte fue colocada por los fondos de titulización. De este modo, las entidades de crédito continuaron incrementando el recurso a la titulización de activos, en especial en el caso de créditos hipotecarios, como instrumento para satisfacer sus necesidades de financiación. Durante 2002, el volumen de recursos captados a través de esta modalidad creció un 58,7% respecto al año anterior, de manera que estos títulos suponían a finales de año el 5,1% de los créditos concedidos por las entidades españolas y un 29,9% del saldo vivo del total de las emisiones de renta fija privada en España. Por su parte, las emisiones netas de deuda de las filiales de las entidades financieras en el extranjero experimentaron un moderado crecimiento.

En el caso de las AAPP, como ya se ha comentado, se observó un importante incremento de las emisiones de renta fija, que contrasta con las reducidas necesidades de financiación de este sector y parece responder a las condiciones favorables que encontró para obtener fondos en un contexto en el que los tipos de interés se situaron en niveles históricamente reducidos.

V.2.2. La actividad en los mercados secundarios

La actividad en los mercados secundarios estuvo condicionada por el comportamiento de los primarios. De este modo, se observó un incremento en el volumen de negociación en los de deuda pública y privada, un mantenimiento en las bolsas y una caída en los mercados de derivados, en los que principalmente se negocian instrumentos vinculados a la renta variable (véase cuadro V.5).

En el mercado de deuda pública anotada, la negociación se incrementó un 15%, debido tanto al crecimiento de las operaciones al contado como, sobre todo, al avance en las operaciones de *repos* y simultáneas. Esta evolución es un reflejo, en parte, de los mayores volúmenes emitidos, en un contexto en el que el Tesoro continuó fomentando la liquidez de este mercado.

En el mercado AIAF de renta fija, la contratación se incrementó de manera muy notable (un 87% respecto al año anterior), en gran parte como consecuencia de las operaciones *repos* y simultáneas, cuyos

Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados

Millones de euros

	1999	2000	2001	2002
Mercado de deuda pública en anotaciones (a)	13.109.675	13.788.917	16.237.439	18.805.433
Contado (b)	1.817.465	1.585.460	2.041.091	2.310.943
Repo y simultáneas	11.254.309	12.186.364	14.173.002	16.475.994
Plazo (b)	37.901	17.093	23.346	18.496
Mercado AIAF de renta fija (b)	86.269	99.826	141.509	264.974
Pagarés	25.284	46.425	97.801	204.883
Bonos, cédulas y obligaciones	58.572	52.189	41.488	56.289
Bonos matador	2.413	1.212	2.220	3.802
Mercado bursátil de renta fija (b)	44.718	39.692	56.049	69.820
Deuda Estado	160	73	50	40
Deuda AATT	42.858	38.723	55.105	69.171
Resto	1.700	896	894	609
Mercado bursátil de renta variable	291.975	492.980	445.379	445.072
Mercados MEFF de derivados (c)	981.496	683.569	499.951	356.413
Renta fija	378.065	109.785	29.050	5.473
Corto plazo	20.262	335	0	0
Medio y largo plazo	357.803	109.450	29.050	5.473
Renta variable	603.431	573.783	470.901	350.939
Ibex 35	588.630	541.579	435.384	320.051
Opciones sobre acciones	14.801	32.205	35.517	20.668
Futuros sobre acciones	0	0	--	10.220

Fuentes: AIAF, MEFF, 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.

volúmenes duplicaron durante el año pasado los de las operaciones a vencimiento. Por instrumentos, el avance de la actividad se concentró en los pagarés de empresa. Este auge de la negociación también se apreció, aunque en menor medida, en el mercado bursátil de renta fija, en el que la negociación creció un 24%, debido principalmente a las operaciones con títulos emitidos por las Comunidades Autónomas.

Por otra parte, a pesar del descenso de las cotizaciones de las acciones, los volúmenes efectivos negociados en los mercados bursátiles solo retrocedieron ligeramente. Por sectores, el balance no fue homogéneo y, mientras la contratación de las emisiones de algunas empresas, como las financieras, las eléctricas o las de la rama de la construcción, mostró un notable incremento, la de otras, como las compañías de telecomunicaciones, experimentó una importante contracción. Por otro lado, el clima de incertidumbre afectó a la inversión extranjera en la bolsa española, que en 2002 fue

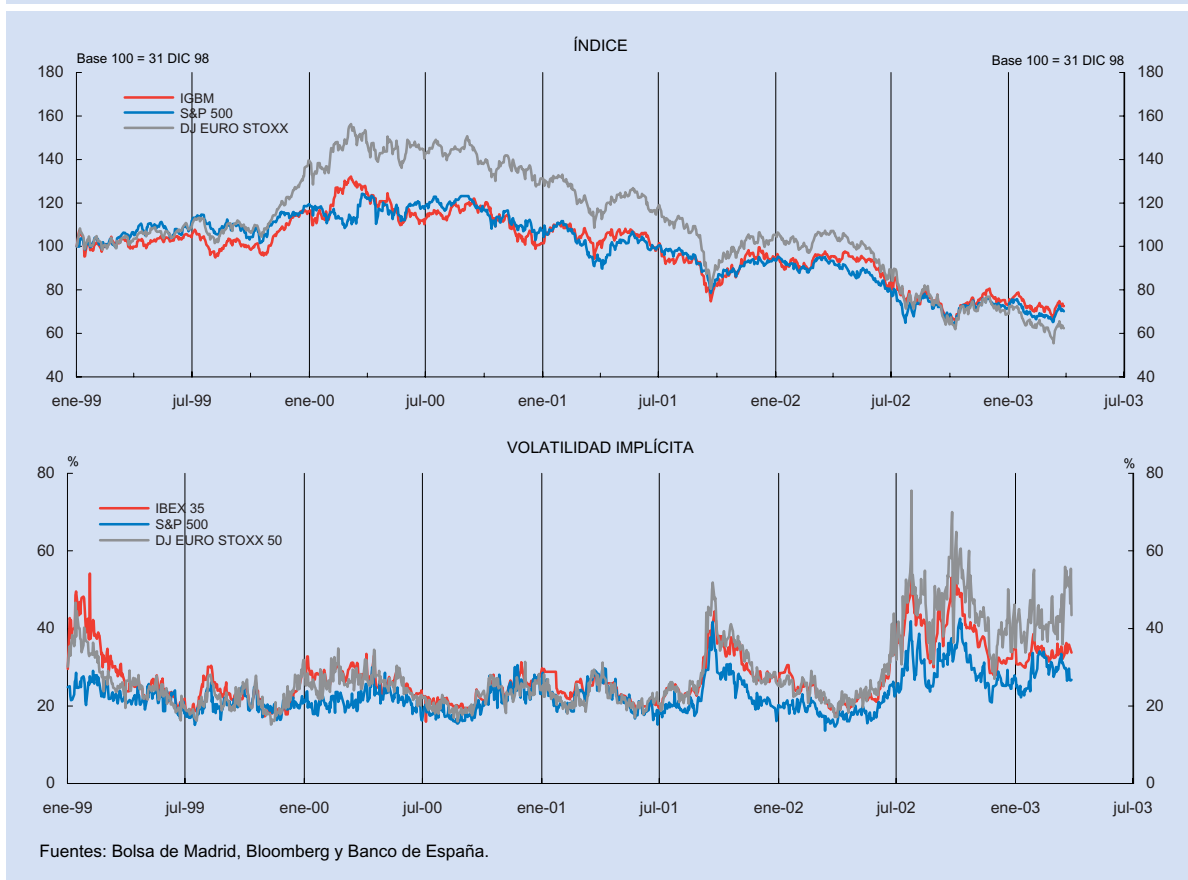
negativa en términos netos por tercer año consecutivo.

En los mercados de derivados españoles, la contratación volvió a reducirse significativamente (un 30%), con lo que el volumen negociado supuso poco más de la tercera parte del que se registró en 1999. Por su parte, la negociación con los futuros sobre acciones, que se inició en 2001, no alcanzó cifras significativas en 2002.

En la parte transcurrida de 2003 no se ha apreciado un cambio significativo en la evolución de la actividad en los mercados financieros. Así, el volumen negociado en los de deuda continuó incrementándose, mientras que en el mercado bursátil, a pesar de una moderada recuperación en el principio del año, siguió descendiendo.

Por último, debe señalarse que el proceso de consolidación de los mercados nacionales continuó avanzando

Índices bursátiles



el año pasado. Concretamente, en febrero de 2002 se materializó la integración de los mercados financieros nacionales en la constitución de la sociedad «Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA», que aglutinó todos los sistemas de cotización, contratación y liquidación existentes en España. Durante 2003 ha continuado este proceso y, desde abril, «IBERCLEAR» —que forma parte de la sociedad *holding* mencionada— se ha constituido como depositario central de valores de España, incluyendo los negociados en los mercados bursátiles, AIAF y en el mercado de deuda pública en anotaciones.

V.2.3. Los precios negociados en los mercados secundarios

Durante 2002, las cotizaciones en las bolsas españolas continuaron la trayectoria descendente que se inició en marzo de 2000 en los mercados de renta variable nacionales e internacionales (véase gráfico V.6). Este proceso, que empezó con el ajuste de las expectativas generadas respecto a los

valores emitidos por las empresas de telecomunicaciones y de nuevas tecnologías, estuvo el año pasado condicionado por la incertidumbre acerca del inicio de la recuperación económica en la mayoría de los países, por las expectativas sobre los beneficios empresariales, por los escándalos financieros y por la situación política internacional. Adicionalmente, en el caso de algunas sociedades españolas las cotizaciones se vieron influidas por la depreciación de las principales monedas latinoamericanas y por la crisis argentina. El comportamiento de los precios de las acciones no mantuvo la misma pauta a lo largo de todo el año. Así, hasta mediados del segundo trimestre las cotizaciones bursátiles se mantuvieron en los niveles alcanzados a finales del año anterior. La estabilidad se vio interrumpida conforme se fue constatando el retraso en la recuperación económica y fueron revisándose a la baja las previsiones de crecimiento y los beneficios esperados de las empresas. De este modo, en el mes de octubre los principales índices bursátiles alcanzaron su nivel mínimo de los últimos cinco años. En los últimos meses del año, la mayoría de los be-

neficios empresariales y las expectativas de reducciones en los tipos de interés propiciaron una recuperación de la mayoría de los índices.

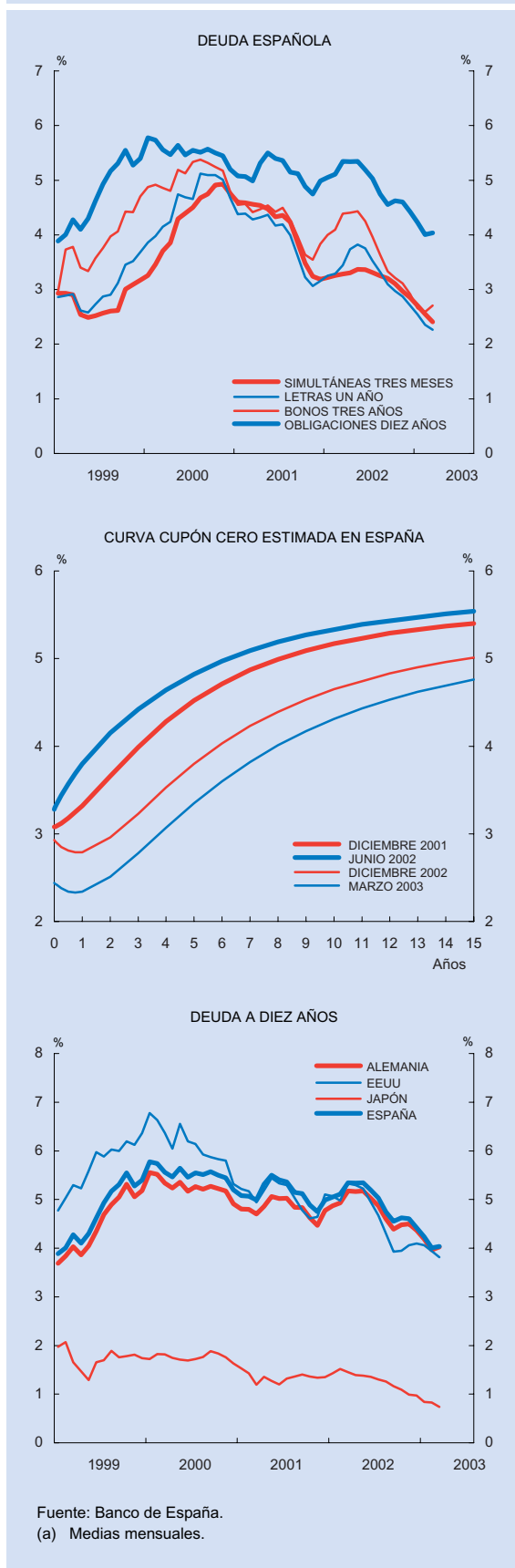
En el conjunto del ejercicio, la caída en el IBEX 35 (28,1%) fue superior a la del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM), que retrocedió un 22,9%, lo que refleja la evolución más desfavorable de los valores de mayor capitalización. Este descenso fue significativamente superior al del año anterior y similar al de las bolsas de EEUU (el S&P 500 disminuyó un 23,3%), e inferior al de los mercados del área del euro (el DJ Euro Stoxx amplio acumuló unas pérdidas del 34,5%). Por otro lado, la mayor incertidumbre tuvo su reflejo en las volatilidades implícitas, que llegaron en algunos momentos incluso a superar el nivel observado en los días posteriores al 11 de septiembre de 2001.

El comportamiento de los distintos sectores que componen el IGBM fue bastante desigual. Así, las empresas que acumularon a lo largo del año mayores descensos —las de tecnología (45%), telecomunicaciones (40%) y los bancos (27%)— mostraron unos retrocesos muy similares a los de sus homólogas europeas. Por otro lado, los sectores con una mejor evolución relativa fueron los de alimentación y construcción, lo que contrasta con lo ocurrido en estas ramas en los mercados de la UEM. En las compañías de seguros, la trayectoria de los mercados españoles fue menos desfavorable que en Europa, lo que se encuentra relacionado, fundamentalmente, con la menor exposición de las aseguradoras españolas a las cotizaciones bursátiles (véase recuadro V.3).

En el mercado español de deuda pública, las rentabilidades negociadas mostraron una evolución similar a la observada en otros mercados, como el alemán o el de Estados Unidos. De este modo, se registró una reducción en las rentabilidades de la deuda a largo plazo, propiciada por la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento económico y la mayor preferencia de los agentes por activos de elevada calidad crediticia, en un entorno de creciente incertidumbre. En el caso de los activos a corto, la contracción de las rentabilidades reflejó también las expectativas de descenso en los tipos oficiales, que fueron posteriormente confirmadas. Sin embargo, la situación presupuestaria y económica de Alemania propició que el descenso de la rentabilidad de la deuda a largo plazo emitida por este país fuese menos intenso, de forma que, a finales de año, el diferencial entre los títulos españoles y alemanes se estrechó significativamente (véase gráfico V.7).

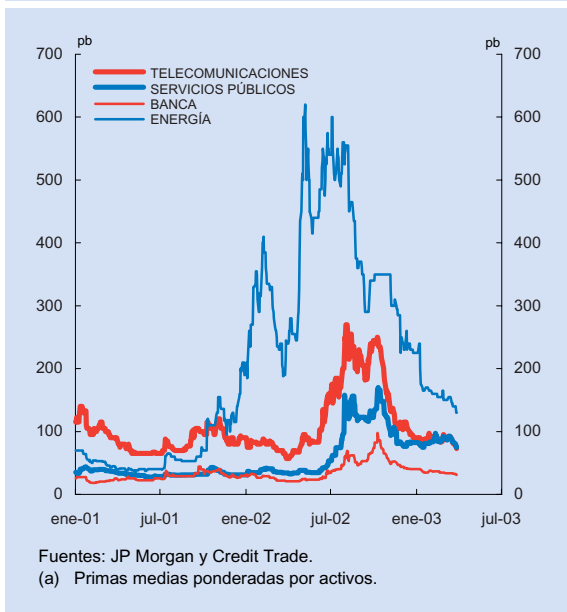
GRÁFICO V.7

Rentabilidad de la deuda pública (a)



Fuente: Banco de España.
(a) Medias mensuales.

Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años (a)



Por último, los precios de los derivados crediticios (primas) de la mayoría de las empresas españolas cuyos riesgos se negocian en dichos mercados se incrementaron de forma notable, sobre todo entre agosto y octubre. Este aumento reflejó, en parte, el mayor conservadurismo de los inversores, pero también el empeoramiento de la calidad crediticia de algunas sociedades, que desembocó en una revisión a la baja de su calificación. Esto moderó los efectos del descenso en los tipos a largo sobre el coste de la emisión de bonos de estas empresas (véase gráfico V.8). A finales de 2002, las primas se redujeron, aunque todavía se situaban por encima de los niveles de principios de año.

En la parte transcurrida de 2003, los precios de los activos de renta variable han mostrado una cierta recuperación, en un contexto de elevada volatilidad, ligada a la incertidumbre de los efectos del conflicto iraquí y la escasa claridad de las señales sobre las perspectivas de recuperación de la economía mundial. Por su parte, las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda continuaron descendiendo, si bien en el caso de las de largo plazo dicha evolución se interrumpió a mediados de marzo, de manera que los tipos se situaban, en abril, en torno a los niveles de principios de 2003. Finalmente, las primas de riesgo negociadas en los mercados de los derivados crediticios mantuvieron una evolución relativamente estable.

V.3. LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS ESPAÑOLES

El contexto económico nacional e internacional y la evolución descrita de los mercados financieros afectaron a los resultados de los intermediarios financieros españoles y favorecieron un comportamiento más conservador en sus políticas de inversión. Así, las entidades de crédito redujeron su exposición en el exterior, tanto como consecuencia de descensos en el volumen de actividad crediticia como del efecto sobre el valor de sus activos de las depreciaciones registradas por las monedas latinoamericanas. Los inversores institucionales, aunque continuaron aumentando su cartera de activos exteriores, lo hicieron mayoritariamente mediante la adquisición de instrumentos de renta fija en euros, a la vez que se redujo el peso de las acciones emitidas por no residentes.

El análisis de estos flujos muestra cómo las entidades de crédito destinaron un mayor volumen de financiación neta hacia las sociedades no financieras y los hogares que en el año 2001. No obstante, esto se vio compensado con un menor flujo neto de fondos hacia las AAPP españolas, de forma que, aunque siguieron necesitando financiación neta del exterior, su cuantía fue similar a la observada el año anterior y claramente inferior a la registrada en el período de 1998 a 2000. Como contrapartida, y en línea con la tendencia más conservadora en la gestión de sus carteras, los inversores institucionales redujeron considerablemente su desinversión en activos de las AAPP con respecto a lo observado en los años anteriores.

V.3.1. Las entidades de depósito

El año 2002 supuso para las entidades de depósito españolas un nuevo deterioro de sus resultados, en un contexto internacional y financiero desfavorable, compensado solo en parte por la evolución del negocio tradicional de préstamo-depósito en España. En cualquier caso, mantuvieron una posición patrimonial sólida, que les permitió seguir proporcionando un volumen elevado de fondos, especialmente a los hogares para la adquisición de viviendas, pero también a las empresas.

La actividad de las entidades, medida por el activo total consolidado, ha tendido a estancarse en los últimos años. Así, después de crecer un 21,7% en

Impacto comparado de la evolución reciente de los mercados financieros sobre las entidades aseguradoras

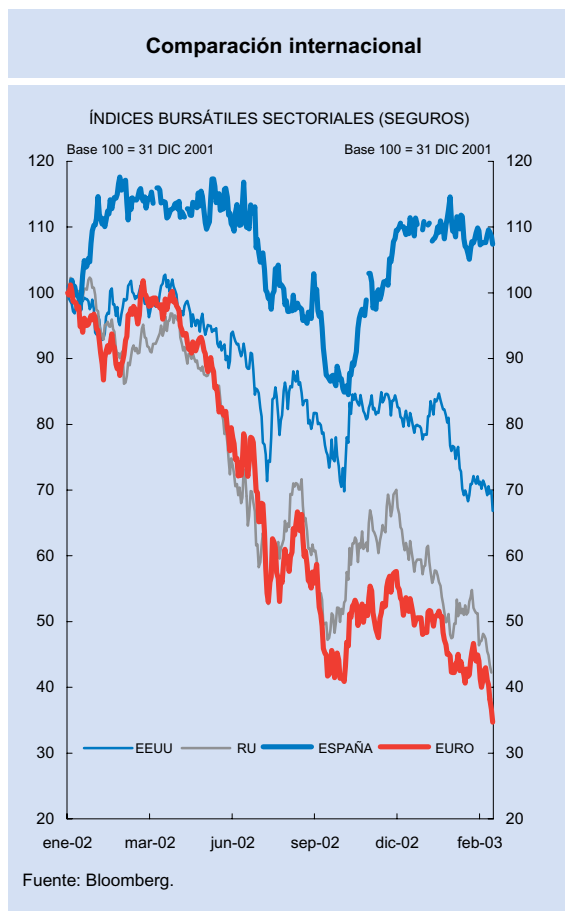
El sector de seguros constituye, en numerosos países, uno de los principales inversores en acciones, por lo que se ha visto particularmente afectado por la evolución negativa de las Bolsas de valores en los últimos años. En algunos casos, el deterioro de su posición financiera ha podido llevar a las aseguradoras a deshacer posiciones en renta variable, reforzando así la caída de los precios en los mercados. Por otra parte, los descensos en los precios de las acciones de las propias empresas aseguradoras que cotizan en los mercados han contribuido también a la caída de los índices bursátiles generales.

A nivel mundial, dos factores principales han contribuido a deteriorar la situación de las entidades aseguradoras: la acumulación de elevados pagos por siniestros en los últimos años y la caída de la rentabilidad de sus inversiones financieras. El primero, que afecta, sobre todo, a los seguros de no vida, puede compensarse, siquiera parcialmente, mediante la elevación de las primas exigidas a los asegurados, ya que estas se renegocian normalmente todos los años. El segundo incide particularmente sobre los seguros de vida y jubilación, en los que la duración de los contratos es mayor y, por tanto, la inversión de las primas recibidas desempeña un papel más importante y el margen de las entidades para corregir potenciales desequilibrios entre sus resultados y sus compromisos es menor.

La fuerte caída de los precios de las acciones, el aumento de los impagos en los mercados de crédito y de valores de renta fija, las pérdidas con derivados crediticios y el reducido nivel de los tipos de interés oficiales son los principales elementos que han contribuido a generar un escenario de rentabilidades muy reducidas e, incluso, negativas de las carteras de inversión de las empresas aseguradoras. La caída de las bolsas ha sido particularmente importante, sobre todo en aquellos casos —como el Reino Unido— en los que las acciones suponen un porcentaje muy elevado de la cartera total (en torno al 60% en este caso concreto). En otros casos —como Alemania, Suiza o Japón—, aunque el porcentaje de activos de renta variable es menor, la existencia de rentabilidades mínimas garantizadas a los asegurados —garantías que, en ocasiones, pueden resultar relativamente elevadas— ha contribuido a deteriorar el margen de solvencia de las aseguradoras.

En España también se ha reducido la rentabilidad de las inversiones financieras de las aseguradoras. No obstante, dado el carácter netamente conservador de sus carteras, con un peso muy elevado de la deuda pública e inferior al 10% en el caso de la renta variable, este impacto ha sido más limitado. Si a ello se le añade la fuerte mejora de los resultados técnicos (antes de resultados financieros) de los ramos de no vida, el resultado es un crecimiento del beneficio agregado del sector en 2002 superior al 10%, según las primeras estimaciones disponibles.

Las diferentes situaciones y perspectivas para unos y otros sectores aseguradores nacionales tuvieron fiel reflejo en la evolución de los precios de sus acciones. Así, mientras que las cotizaciones de los seguros en el Reino Unido y en el área del euro registran una caída acumulada en torno al 60% desde finales de 2001, en EEUU dicha caída es de un 30%, mientras que en España los precios han crecido un 7%.



Entidades de depósito
Estructura de balance y cuenta de resultados

% sobre balance medio

	Total (a)		Bancos		Cajas	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002
ACTIVO:						
Caja y bancos centrales (b)	1,4	1,5	1,3	1,3	1,5	1,7
Activos del mercado interbancario (c)	16,2	14,9	19,5	18,2	11,7	10,7
Crédito	53,4	55,6	47,9	49,9	60,7	62,4
AAPP	2,5	2,5	2,4	2,6	2,7	2,5
Otros sectores residentes	47,5	49,9	40,7	42,9	56,4	58,5
No residentes	3,4	3,1	4,8	4,5	1,5	1,5
Cartera de valores	21,1	20,9	22,5	22,8	19,7	19,2
De la cual:						
Deuda del Estado	8,3	7,9	7,7	7,4	9,3	9,0
Renta variable	6,8	6,6	8,0	8,1	5,3	5,0
Resto activo (d)	8,0	7,1	8,7	7,8	6,4	5,9
PASIVO:						
Banco de España	1,2	1,2	1,3	1,6	1,2	0,8
Pasivos del mercado interbancario (e)	19,9	18,2	26,8	24,3	10,5	10,6
Recursos de clientes	60,0	61,5	50,7	52,3	72,7	73,1
Cesión de activos a clientes	7,2	7,2	6,8	7,1	8,3	7,7
Acreedores: AAPP	2,9	3,2	3,1	3,6	2,5	2,7
Acreedores: otros sectores residentes	38,1	39,1	26,1	26,6	53,6	53,8
Acreedores: no residentes	8,7	8,6	11,7	11,8	4,6	4,8
Empréstitos	3,2	3,4	3,0	3,2	3,7	4,0
Recursos propios, fondos especiales y financiación subordinada	12,8	13,2	13,9	14,6	11,1	11,4
De la cual:						
Financiación subordinada	3,3	3,6	4,0	4,1	2,6	3,1
Resto pasivo (f)	6,1	5,9	7,3	7,3	4,5	4,2
CUENTA DE RESULTADOS:						
(+) Productos financieros	5,58	4,65	5,73	4,64	5,33	4,63
De los cuales:						
Dividendos	0,62	0,45	0,88	0,65	0,28	0,20
(-) Costes financieros	3,14	2,38	3,47	2,57	2,70	2,17
Margen de intermediación	2,44	2,26	2,26	2,07	2,63	2,46
(+) Comisiones	0,66	0,65	0,70	0,70	0,60	0,58
(+) Resultado operaciones financieras	0,06	0,04	0,06	0,04	0,06	0,04
Margen ordinario	3,16	2,95	3,02	2,81	3,29	3,08
(-) Gastos de explotación	1,80	1,73	1,62	1,54	2,04	1,94
Margen de explotación	1,35	1,22	1,40	1,26	1,25	1,14
(-) Saneamientos y dotaciones	0,61	0,56	0,75	0,62	0,41	0,46
(+) Otros resultados	0,11	0,13	0,13	0,16	0,11	0,08
Resultado antes de impuestos	0,86	0,79	0,78	0,80	0,95	0,76
PRO MEMORIA:						
Resultado antes de impuestos						12,96
(% sobre recursos propios)	13,61	12,83	12,43	12,91	15,73	
Total balance medio (mm de euros)	1.158	1.247	685	714	431	485
Tasa de crecimiento interanual (%)	11,2	7,7	9,2	4,2	14,1	12,6

Fuente: Banco de España.

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

(b) Caja y bancos centrales (excepto adquisiciones temporales al Banco de España).

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

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

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

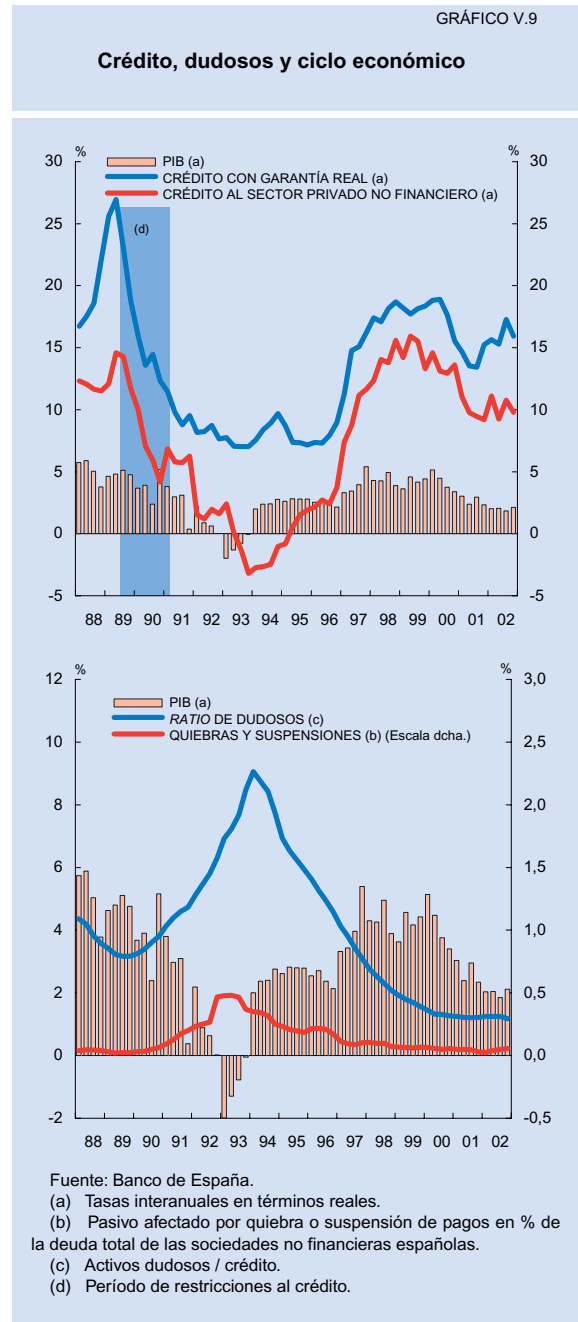
(f) Cuentas diversas y otros pasivos con ECA.

2000 (diciembre sobre diciembre) y un 7,5% en 2001, en 2002 aumentó solo un 0,6%. Esto se explica, en gran medida, por la depreciación de las monedas latinoamericanas que, junto con un cierto descenso de la actividad de intermediación en el área, supuso una caída de aproximadamente un 25% en el total del negocio en el extranjero en 2002 (un tercio en los dos últimos años). De esta forma, dicho negocio ha pasado de suponer un 27% del total en diciembre de 2000, a representar diez puntos porcentuales menos a finales del año pasado. Por su parte, el negocio en España también se moderó algo en 2002, creciendo un 8,3% (7,7% si se mide con el activo total medio del conjunto de las entidades individuales). No obstante, esto fue compatible con un fuerte impulso del crédito no interbancario al sector privado residente, que supone ya casi la mitad del balance total no consolidado (véase cuadro V.6).

Así, tras la desaceleración que registró el crédito al sector privado en 2001, en 2002 se produjo un cierto repunte, en un contexto, además, de fuerte crecimiento de la titulización fuera de balance, especialmente en el último trimestre del año. El saldo vivo de préstamos cedidos a fondos de titulización se incrementó 13,1 mm de euros, casi tres veces el aumento del año anterior, llegando a suponer un 5% del crédito total concedido (crédito en balance más cedido). Dicho crédito total se expandió un 14,7% en 2002, frente al 11,8% en 2001, acelerándose tanto en los bancos comerciales como en las cajas de ahorros, si bien en estas últimas mantuvo una tasa de expansión claramente superior. En términos reales, el dinamismo de esta partida fue menor, pero la progresión observada resultó notable, dada la fase cíclica en la que se desarrolló la economía española el año pasado (véase gráfico V.9).

La ganancia de dinamismo del crédito se debió exclusivamente al comportamiento de los préstamos inmobiliarios (crédito a los hogares para adquisición de viviendas, a la construcción y a los servicios inmobiliarios), ya que tanto los concedidos a los hogares para consumo y otras finalidades como los otorgados a los otros servicios y a la industria, excluida la construcción, se moderaron en 2002. Resulta particularmente llamativo el avance de los préstamos a la construcción y a los servicios inmobiliarios, que aumentaron conjuntamente un 25% y suponían a finales del pasado año un 16% del total.

El mercado hipotecario tiene claros atractivos para las entidades, como el menor nivel histórico de



morosidad (en el caso del crédito a los hogares para adquisición de vivienda, aunque no así en el del crédito a la construcción o a los servicios inmobiliarios), la existencia de una garantía real y la vinculación del cliente a la entidad durante un período prolongado de tiempo. De hecho, en los dos últimos años ha sido el negocio tradicional en España, del que el crédito hipotecario es un componente fundamental, el que ha permitido a las entidades compensar parcialmente los malos resultados obtenidos en otros ámbitos. No obstante, una estrategia de mantenimiento del crecimiento de esta partida a tasas interanuales en el entorno del 20% no está exenta de riesgos, particularmente en un contexto en el

que, aunque las *ratios* de morosidad son, como se comenta a continuación, reducidas, existe evidencia de una cierta sobrevaloración de los precios de la vivienda, y el endeudamiento relativo de hogares y sociedades se ha incrementado de manera intensa en los últimos años.

Entre los factores que alentaron la evolución del crédito en 2002 figura la baja tasa de activos dudosos y de quiebras y suspensiones de pagos. Los activos dudosos crecieron el año pasado un 22% (frente al 8% del año anterior), y un 14% en el caso de los correspondientes al sector privado residente. Pese a ello, la tasa de dudosos de este sector se mantuvo en niveles mínimos, en torno al 1%, y la *ratio* de cobertura (provisiones sobre dudosos) superó el 200% con datos individuales (185% con datos consolidados).

La expansión de los préstamos tuvo lugar, además, en un contexto de nuevos descensos en los tipos de interés aplicados por las entidades de depósito a su clientela. Así, en el conjunto de 2002, el tipo sintético de las operaciones de activo se redujo 46 puntos básicos (pb), más o menos en línea con la evolución del mercado interbancario, y ha continuado cayendo en el período transcurrido de 2003, por lo que ha llegado a situarse por debajo del 4,3% en marzo de 2003. Este nivel es inferior al alcanzado a mediados de 1999, cuando los tipos de interés interbancarios se situaron en cotas similares a las actuales. Sin embargo, entre sus componentes, tan solo el tipo de los préstamos hipotecarios es claramente inferior al mínimo alcanzado en 1999, lo que refleja la competencia creciente de las entidades en esta área de negocio.

Por el lado del pasivo, los recursos de clientes residentes crecieron algo menos que el año anterior. Así, aunque en media del año el aumento de las cuentas a la vista fue superior, esto se debió, en parte, a los efectos del canje de pesetas por euros, que contribuyó a acelerar este tipo de depósitos a finales de 2001 y principios de 2002. En el acumulado de los doce meses del año, los recursos de clientes residentes avanzaron un 6,8%, con una expansión del 7,5% en los depósitos a la vista y de ahorro y del 6,5% en los depósitos a plazo. Los cambios en la nueva Ley del IRPF para 2003 han vuelto a favorecer fiscalmente a las participaciones en fondos de inversión frente a los depósitos bancarios. En concreto, desaparece el llamado «peaje fiscal», por el que el cambio de fondo tenía el mismo tratamiento impositivo que la realización de una ganancia (o pérdida) de capital, y el tipo único aplicable a las plusvalías

obtenidas en un período superior a un año descendió del 18% al 15%. Por tanto, la competencia por la captación de depósitos seguirá siendo elevada, incentivada además por las ofertas de alta remuneración de los bancos que operan prioritariamente a través de Internet, los cuales mantuvieron fuertes incrementos del pasivo, aunque su peso sobre el total sigue siendo reducido.

Resultado de dicha presión competitiva, los tipos de interés aplicados por las entidades, tanto en los depósitos a la vista y de ahorro como en los depósitos a plazo, registraron descensos muy moderados en 2002 (9 pb y 10 pb, respectivamente). Pese a que en los primeros meses del año en curso se observaron retrocesos adicionales, los niveles a los que se encuentran actualmente son entre 15 pb y 25 pb superiores a los observados a mediados de 1999. Los bancos comerciales, entre los que figuran aquellos especializados en ofrecer servicios a través de Internet, han sido particularmente incisivos en este sentido, trasladando las bajadas de los tipos de mercado a los de sus operaciones de pasivo en menor medida que el resto. En conjunto, el tipo sintético de pasivo se redujo 39 pb desde diciembre de 2001 hasta marzo de 2003, dos tercios del descenso observado en el tipo sintético de activo.

Fruto de la mayor competencia en el mercado interior, del deterioro del negocio en Latinoamérica, de los menores resultados netos de la cartera de participaciones industriales y de la evolución de los mercados financieros, el resultado neto consolidado atribuido a las entidades de depósito españolas cayó un 8% en 2002 (frente a crecimientos del 6,6% en 2001 y 20,9% en 2000). No obstante, esto supuso una rentabilidad sobre recursos propios del 12% y del 0,7% sobre activos totales, cifras que se comparan favorablemente con los valores medios de los bancos de la UE. Por su parte, el coeficiente de solvencia medio del sector —calculado según la normativa española— se mantuvo en el 11,1%, más de tres puntos porcentuales por encima del mínimo exigido.

Las provisiones totales para insolvencias dotadas en 2002 fueron prácticamente idénticas a las de 2001, año en que el elevado volumen de las realizadas como consecuencia de la crisis en Argentina fue el detonante de la desaceleración de los resultados. El aumento de las específicas se vio compensado por un descenso en la provisión estadística, de forma que esta, en su segundo año de vigencia completa, ha ejercido ya un papel estabilizador significativo

Fondos captados por otros intermediarios financieros

Millones de euros

	1999	2000	2001	2002	2002 Saldos (a)
Total (b)	10.642	3.210	15.062	17.319	319.510
Fondos de pensiones					
<i>Aportaciones netas (c)</i>	3.026	6.454	6.738	6.210	48.111
Seguros de vida					
<i>Primas netas de siniestralidad (d)</i>	8.065	10.973	8.299	9.742	96.664
Fondos de inversión mobiliaria					
<i>Suscripciones netas</i>	-449	-14.217	25	1.368	174.735
<i>FIAMM</i>	-7.229	-10.172	9.556	8.329	53.366
<i>FIM</i>	6.780	-4.046	-9.531	-6.962	121.368
PRO MEMORIA:					
Entidades de depósito: variación de acreedores					
<i>Otros sectores residentes</i>	21.282	52.424	55.174	43.830	604.333

Fuentes: Banco de España, CNMV, INVERCO, Dirección General de Seguros e ICEA.
(a) Saldos a diciembre. Patrimonio en el caso de los fondos, y provisiones matemáticas en el caso de los seguros.
(b) Suma de aportaciones, primas y suscripciones netas.
(c) Estimación propia, basada en la variación del patrimonio y la rentabilidad anual de los fondos.
(d) El dato de 2002 es provisional (basado en estimaciones de ICEA y manteniendo la relación entre primas y siniestralidad del año anterior).

sobre la cuenta de resultados. Por el contrario, mientras que en 2001 el margen de explotación consolidado creció un 25%, el pasado año dicho margen, al estabilizarse, no contribuyó a la expansión de los beneficios. Por su parte, los resultados extraordinarios y por operaciones del grupo también se contrajeron. En términos absolutos, la caída del resultado neto atribuido fue mayor en los bancos comerciales (12,3%) que en las cajas de ahorros (2,8%). Sin embargo, en relación con los activos totales, la ordenación se invierte.

Por su parte, las cuentas no consolidadas muestran un crecimiento del 2,9% del resultado neto, igual al del año anterior, pero muy inferior al 20,6% de 2000. Como puede observarse en el cuadro V.6, todos los márgenes se estrechan, con la excepción del resultado antes de impuestos de los bancos comerciales, debido al efecto de los menores saneamientos y a las plusvalías derivadas de la venta de inmuebles, participaciones permanentes y cartera de inversión a vencimiento.

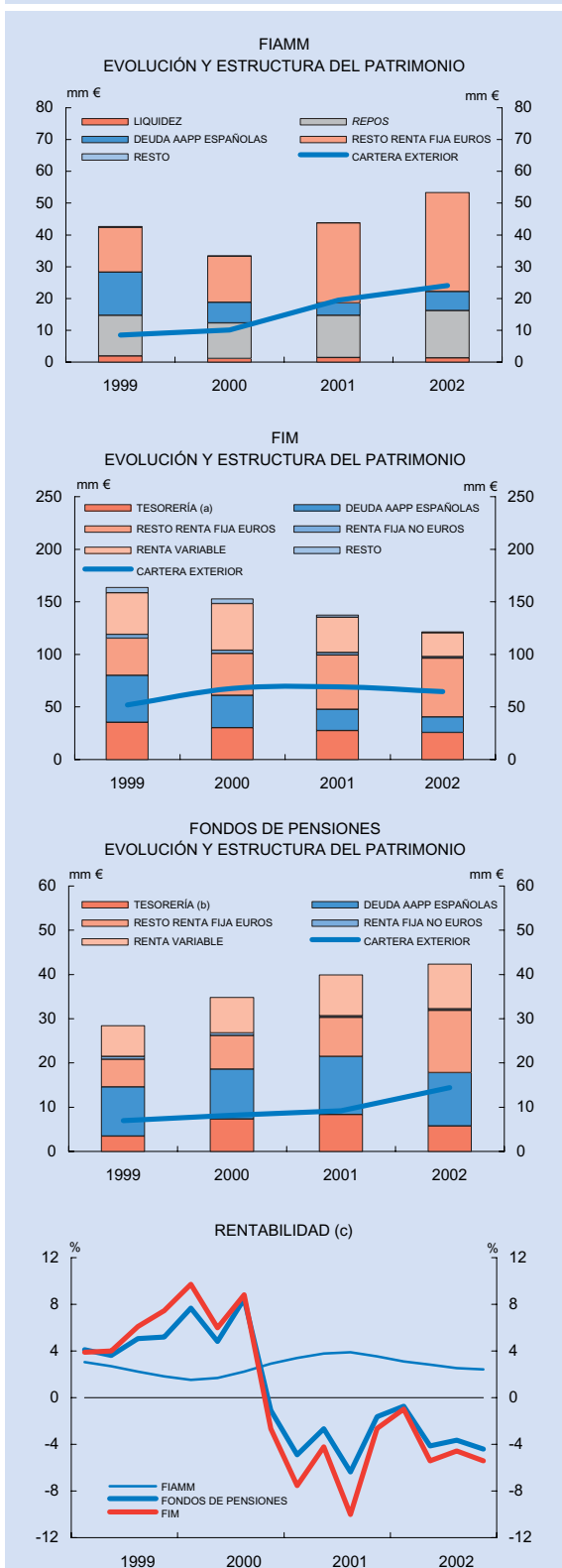
V.3.2. Los inversores institucionales

En 2002, la evolución del negocio de los inversores institucionales fue similar a la observada el

año anterior. Así, el volumen neto de fondos captados por fondos de inversión y de pensiones y empresas de seguros de vida fue parecido al registrado en 2001 e inferior al absorbido por las entidades de depósito, concentrándose mayoritariamente en las instituciones de seguros y fondos de pensiones (véase cuadro V.7).

La evolución de los precios de los activos financieros determinó un comportamiento desfavorable de los resultados obtenidos por las carteras de inversión (véase gráfico V.10). Así, los fondos de inversión mobiliaria y los fondos de pensiones registraron rentabilidades medias negativas (en torno al -5%), mientras que en los FIAMM se situó en el 2,4%, algo más de un punto porcentual por debajo de la correspondiente al año anterior y claramente inferior a la tasa de inflación observada. Estas reducidas (e, incluso, negativas) rentabilidades, que se suman a los pobres beneficios de los años anteriores, suponen una pérdida significativa de patrimonio financiero para los ahorradores y un factor de riesgo para las aseguradoras y los planes de pensiones de prestación definida. Sin embargo, tal y como se documenta en el recuadro V.3, las entidades aseguradoras españolas afrontan menores riesgos de inversión que las de otros países industrializados.

Inversores institucionales



Fuentes: CNMV, Banco de España e INVERCO.

(a) Incluye repos.

(b) Incluye repos y activos del mercado monetario.

(c) Rentabilidad acumulada en los últimos doce meses.

La exteriorización obligatoria de los compromisos por pensiones de las empresas con sus trabajadores —que, excepto por algunos flecos pendientes, culminó el pasado 16 de noviembre— contribuyó, un año más, al crecimiento del ahorro captado por las entidades de seguros y los fondos de pensiones. Así, de acuerdo con la información provisional disponible, las provisiones de los seguros de vida crecieron un 14% el año pasado, tasa idéntica a la registrada el ejercicio anterior, con un comportamiento más expansivo de los seguros colectivos y de jubilación y un nuevo retroceso de los ligados a activos (*unit linked*). Por su parte, el patrimonio de los fondos de pensiones mostró una desaceleración, con un incremento interanual del 9,8% en diciembre de 2002, frente al 16,2% observado en 2001, derivado de una menor rentabilidad y, aunque en menor medida, también de una caída en las aportaciones netas estimadas. De cara al futuro, cabe destacar la introducción, en la nueva reforma de la Ley del IRPF, de los «planes de previsión asegurados», nuevo producto comercializable por las aseguradoras de vida con características fiscales y de liquidez iguales a las de los fondos de pensiones, que favorecerá la neutralidad fiscal entre los distintos productos disponibles para el ahorro-previsión.

La evolución de los seguros de vida y fondos de pensiones volvió a contrastar con el comportamiento de los fondos de inversión, cuyo patrimonio conjunto descendió un 3,6% (diciembre sobre diciembre), resultado de un crecimiento del 21,8% de los FIAMM y una caída del 11,7% de los FIM. En conjunto, las suscripciones netas de participaciones en FIM fueron negativas en todos los trimestres de 2002, y solo los fondos de renta fija a corto plazo y, en mucha menor medida, los fondos globales registraron suscripciones netas positivas en el conjunto del año. En 2003, la desaparición del denominado «peaje fiscal» podría aumentar los movimientos entre tipos de fondos. Por otra parte, esta misma medida debería estimular una mayor competencia entre las entidades comercializadoras y gestoras de los fondos de inversión, acentuando la tendencia a la reducción de las comisiones medias que viene produciéndose ya en los últimos años.

La evolución de las suscripciones y de los precios negociados en los mercados financieros supuso un nuevo descenso en el peso de los activos de renta variable emitidos por no residentes sobre el total de la cartera de los FIM, mientras que los activos de renta variable nacional mostraron una ma-

por estabilidad. En conjunto, la cartera total de renta variable pasó a suponer en diciembre de 2002 un 19% del patrimonio de los FIM, frente al 31% en septiembre de 2000. Para los fondos de pensiones, esa misma caída ha sido del 26% al 21%. A la pérdida de peso de los activos de renta variable se contraponen un aumento de la cartera de renta fija emitida por no residentes (mayoritariamente, en euros), de forma que, en 2002, la cartera exterior siguió creciendo en los FIM y los fondos de pensiones, hasta el 53% y 31% del total, respectivamente (45% en los FIAMM).

V.4. LA POSICIÓN PATRIMONIAL DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO

Las decisiones de inversión y financiación y el comportamiento de los precios de los activos financieros tuvieron su reflejo en la evolución de la posición patrimonial del sector privado no financiero. Así, el elevado incremento del recurso a la deuda se tradujo en un nuevo ascenso de las *ratios* de endeudamiento del sector, si bien la trayectoria descendente de los tipos de interés impidió que se produjera un aumento equivalente de la carga financiera asociada. Por otra parte, la evolución negativa de las cotizaciones bursátiles y el propio aumento de los pasivos supusieron un deterioro del patrimonio financiero neto del sector, que fue más intenso en el caso de las sociedades no financieras. No obstante, el crecimiento en el precio de la vivienda evitó que se redujera la riqueza neta total de las familias.

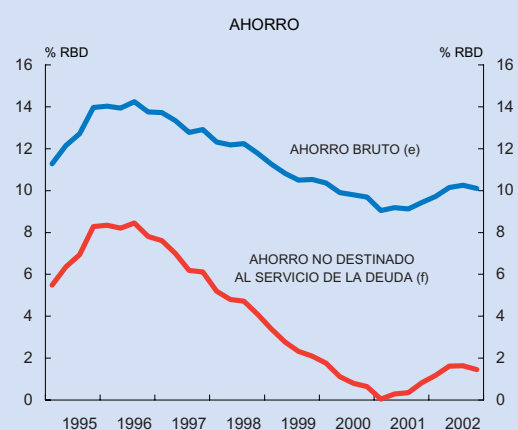
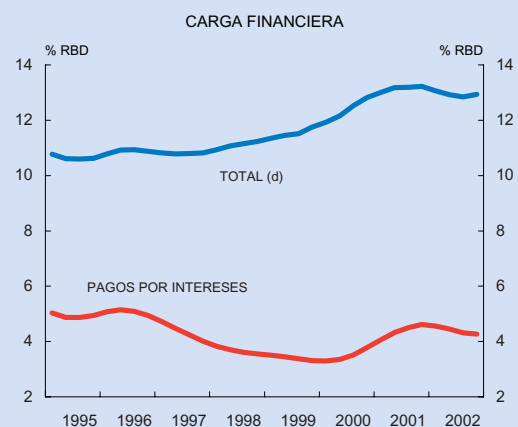
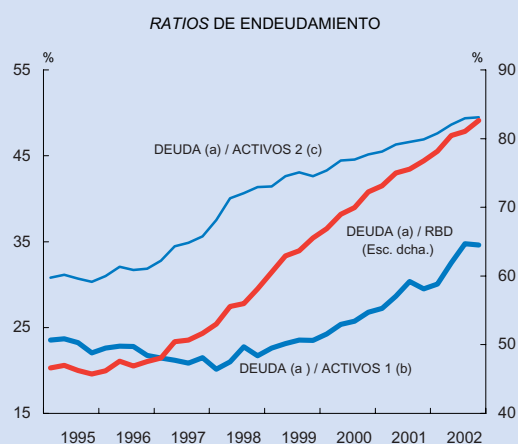
En el caso de los hogares, su cartera de activos financieros registró un incremento del peso de los de menor riesgo, lo que refleja, sobre todo, el descenso en la valoración de los instrumentos de renta variable, aunque también la menor propensión a invertir en dichos valores por parte del sector. De este modo, a finales de 2002 el efectivo, los depósitos y las participaciones en FIAMM y FIM de renta fija representaban el 48,1% del total de la cartera, frente al 42,7% en 2001, mientras que la proporción de las tenencias directas en acciones y las participaciones en el resto de FIM cayó ocho puntos y se situó en el 26,4%. Por su parte, el peso de la inversión en reservas técnicas de seguros continuó aumentando, en línea con la evolución de los últimos años, hasta alcanzar el 15,8% de la cartera. La recomposición de esta hacia activos de menor riesgo implica una menor sensibilidad de la riqueza

financiera bruta del sector a cambios en las cotizaciones bursátiles.

Por lo que se refiere a los pasivos, el crecimiento de la financiación de las familias se tradujo en un nuevo aumento de las *ratios* de endeudamiento, que se explica, en gran medida, por la reducción de los tipos de interés, el aumento del empleo y la revalorización de la vivienda. En términos de su renta bruta disponible (RBD), la deuda avanzó el año pasado seis puntos porcentuales, hasta alcanzar el 83% (véase gráfico V.11), un nivel que, aunque es todavía inferior al de Estados Unidos o el Reino Unido, ya ha alcanzado al de la media de la UEM. En porcentaje de su riqueza financiera bruta, el crédito acumulado por las familias españolas pasó del 29,5% al 34,6%. El incremento en relación con los activos más líquidos fue lógicamente menor, dado el avance del peso de estos en las carteras de los hogares. El coste de la financiación, junto con el alargamiento de los plazos medios de amortización, determinaron, sin embargo, una ligera moderación de la carga financiera asociada. Así, en relación con la RBD, los pagos de intereses se contrajeron unos 30 pb, hasta el 4,3%, mientras que la carga total, que incluye la amortización del principal, se redujo en una cuantía similar y alcanzó el 12,9%. La evolución de los pasivos también tuvo su reflejo en el comportamiento del ahorro bruto no destinado al servicio de la deuda, que, aunque se recuperó ligeramente en 2002, sigue siendo reducido, dado el contexto económico y financiero actual.

La riqueza financiera neta de los hogares se redujo alrededor de 15 puntos porcentuales en relación con el PIB (véase gráfico V.12). No obstante, la vivienda, que es el componente principal de su riqueza total, volvió a experimentar un elevado crecimiento, de manera que aquella no se deterioró. Este activo ha acumulado una revalorización del 60,7%, en términos reales, entre 1997 y 2002, que refleja, en primer lugar, una corrección del intenso ajuste a la baja que experimentó su precio real en la primera parte de la década de los años noventa. Además, la evolución de los determinantes fundamentales de dicho precio, como la renta y los tipos de interés, ha favorecido su expansión en el pasado reciente. No obstante, la evidencia disponible sugiere la existencia de una cierta sobrevaloración de la vivienda en el momento actual, de una magnitud no muy distinta de la que se observaba en el anterior episodio alcista de hace una década (véase recuadro V.1). Tal y como ocurrió entonces, el esce-

Indicadores de posición patrimonial de los hogares e ISFLSH



Fuente: Banco de España.

(a) Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

(b) Activos 1 = Total de activos financieros – la rúbrica de «Otros».

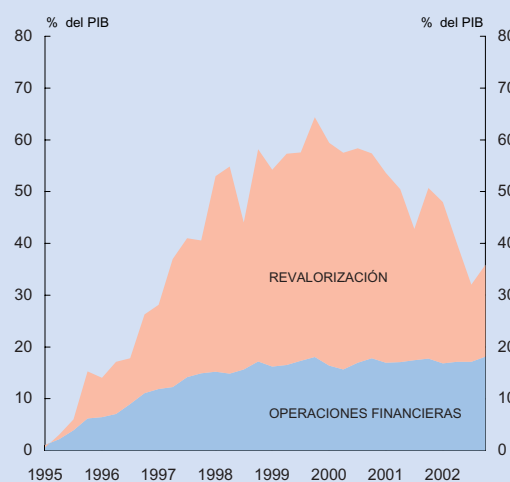
(c) Activos 2 = Activos 1 – acciones – participaciones de FIM.

(d) Calculado sobre el crédito bancario concedido por las entidades de crédito residentes.

(e) Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible de los hogares.

(f) Ahorro bruto menos los pagos por amortización de la deuda estimados.

Variación acumulada de la riqueza financiera neta de los hogares e ISFLSH



Fuente: Banco de España.

nario más probable es que se inicie pronto una desaceleración gradual de los precios que aproxime su trayectoria a una senda más en línea con el comportamiento de sus determinantes de largo plazo. Si ello no fuera así, el avance de la sobrevaloración de este activo incrementaría, lógicamente, la probabilidad de que se produjeran ajustes más bruscos.

Como se explica con más detalle en el recuadro V.2, las mayores posibilidades de endeudamiento que, dado su papel como activo de garantía, ofrecen unos inmuebles más valorados fueron aprovechadas por las familias, en un contexto de creciente competencia entre las entidades, para financiar un aumento del gasto en inversión residencial. Asimismo, el aumento de los precios de la vivienda contribuyó también a la expansión del consumo, en la medida en que la mayor capacidad de acceso potencial al crédito redujo la propensión al ahorro de los hogares.

La posición financiera de las familias continúa siendo sólida, como ponen de manifiesto el incremento en su patrimonio neto, el aumento del peso de los activos de menor riesgo en su cartera financiera y la reducción de la carga financiera que soportan. De hecho, su *ratio* de morosidad se mantuvo en 2002 en registros reducidos. Sin embargo, el elevado nivel de endeudamiento y las cotas alcanzadas por los precios de la vivienda sugieren que el margen para aumentar su financiación es ahora menor, por lo que es improbable que este factor pueda se-

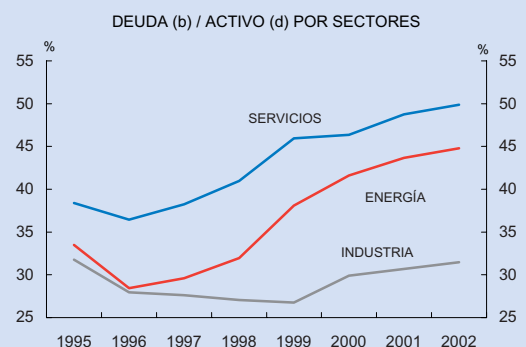
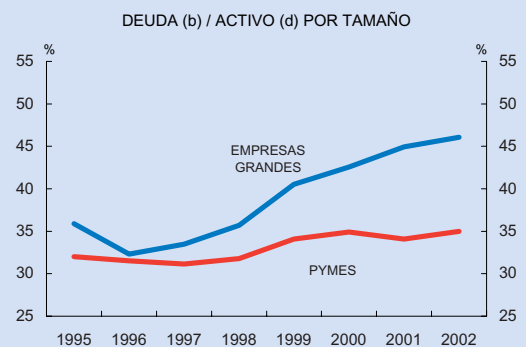
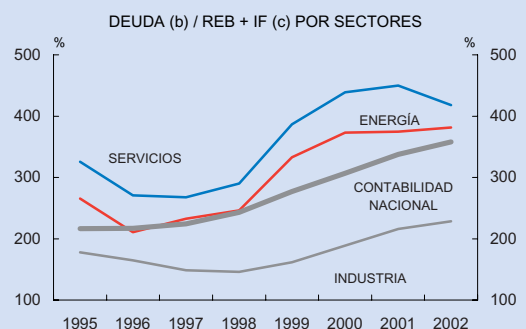
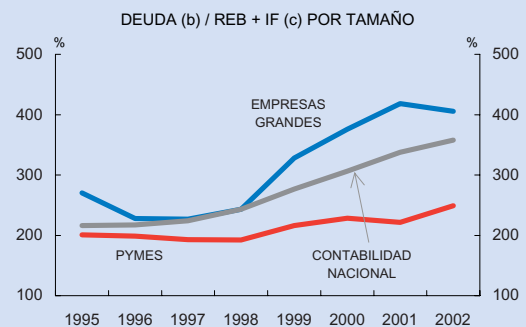
guir contribuyendo en la misma medida a sostener el gasto en consumo e inversión residencial. Adicionalmente, las *ratios* de deuda actuales suponen una mayor sensibilidad de su posición patrimonial a variaciones en el coste de la financiación, al comportamiento de sus rentas y a la evolución de los precios de la vivienda. En consecuencia, las decisiones de gasto futuras serán, previsiblemente, más sensibles que en el pasado a cambios en dichas variables.

Por lo que se refiere a las sociedades no financieras, el valor de mercado de sus tenencias de acciones y participaciones se vio también negativamente afectado por la caída de las cotizaciones bursátiles. Esta evolución, junto con la moderada inversión neta del sector en valores de renta variable, sobre todo en activos emitidos por residentes, se reflejó en una caída de tres puntos porcentuales en el peso de las acciones y participaciones dentro de su cartera financiera, hasta situarse en el 39,6% a finales de 2002. Por su parte, la proporción de los activos más líquidos aumentó medio punto.

El recurso a la financiación ajena determinó un nuevo incremento de las *ratios* de endeudamiento del sector (véase gráfico V.13). En relación con los resultados operativos —definidos como la suma del excedente bruto de explotación y los ingresos financieros—, el valor de su deuda, medida por el saldo de préstamos bancarios y de valores de renta fija, se situó a finales de 2002 en el 358%, 20 puntos por encima del nivel observado en 2001. De acuerdo con la Central de Balances, la distribución de esta *ratio* por sectores y por tamaño de empresas ha sido bastante heterogénea durante los últimos años. Así, las grandes, las pertenecientes a los sectores de servicios de mercado y las energéticas son las que presentan unos mayores niveles relativos de financiación ajena. Durante 2002, el aumento de la deuda de estas empresas fue más moderado que el que se observó para el conjunto de sociedades no financieras españolas.

La evolución descendente del coste de la financiación más que compensó el efecto del aumento del endeudamiento de las empresas sobre la carga financiera asociada. Así, los pagos por intereses supusieron el 19,9% de sus resultados operativos, lo que significa un punto porcentual menos que en 2001 (véase gráfico V.14). El descenso de los tipos de interés benefició a la mayoría de las sociedades, aunque lógicamente el impacto fue más intenso en las más endeudadas. De acuerdo con la Central de

Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras (a)



Fuente: Banco de España.

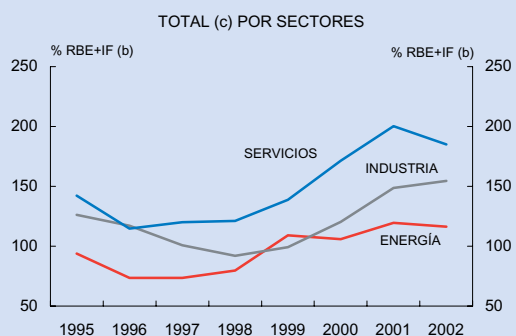
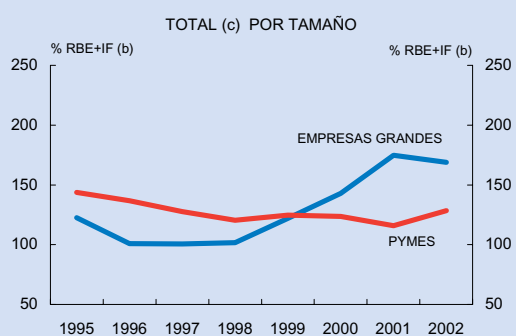
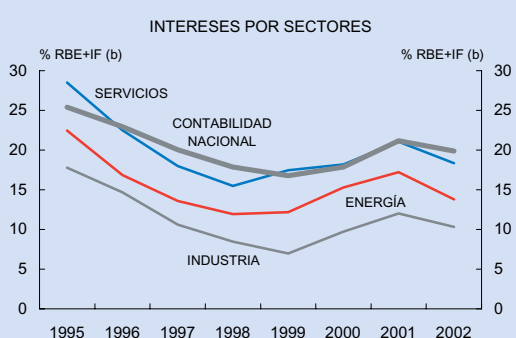
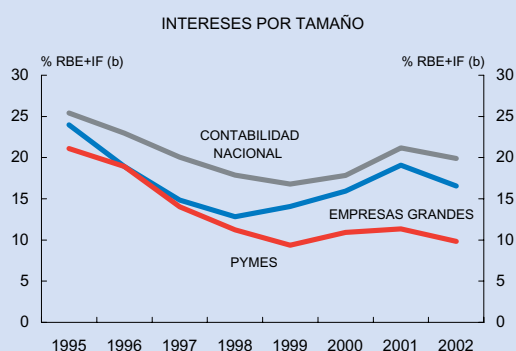
(a) El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2001, la información procede de la Central de Balances Anual. Desde esa fecha en adelante, los indicadores se han estimado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.

(b) Recursos ajenos con coste.

(c) Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

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

Carga financiera de las sociedades no financieras (a)



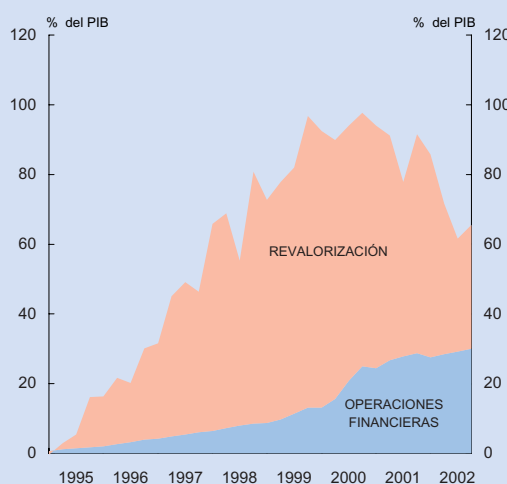
Fuente: Banco de España.

(a) El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2001, la información procede de la Central de Balances Anual. Desde esa fecha en adelante, los indicadores se han estimado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.

(b) Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

(c) Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

Variación acumulada del patrimonio financiero neto de las sociedades no financieras



Fuente: Banco de España.

Balances, la carga por intereses fue algo más elevada en la rama de servicios de mercado (18,4%) y en las grandes (16,6%), en comparación con las empresas energéticas (13,8%) y, sobre todo, las de la rama industrial (10,3%). Cuando se incluye, además, la deuda a corto plazo, la carga financiera agregada de estas empresas se redujo también, aunque solo ligeramente, a lo largo de 2002.

La composición de la deuda por instrumentos mostró escasas variaciones durante el pasado año. De este modo, el crédito concedido por entidades residentes siguió siendo la principal fuente de fondos y representó el 67,4% de la financiación ajena con coste, medio punto menos que a finales de 2001. Los préstamos exteriores continuaron ganando peso y se situaron en el 28,2%, un punto por encima del registro observado un año antes. Por su parte, la proporción que representan los valores de renta fija se redujo en medio punto y se situó en el 4,4%. Los procesos de reestructuración de deuda emprendidos por algunas grandes empresas, que son las que principalmente utilizan este instrumento, parecen estar detrás de esta evolución.

Por su parte, el patrimonio financiero neto de las sociedades no financieras experimentó una contracción de 26 puntos porcentuales en términos de PIB, 11 puntos más que la de los hogares. Esto refleja, fundamentalmente, su mayor exposición relativa a los movimientos de las cotizaciones bursátiles, y también las consecuencias de la crisis en

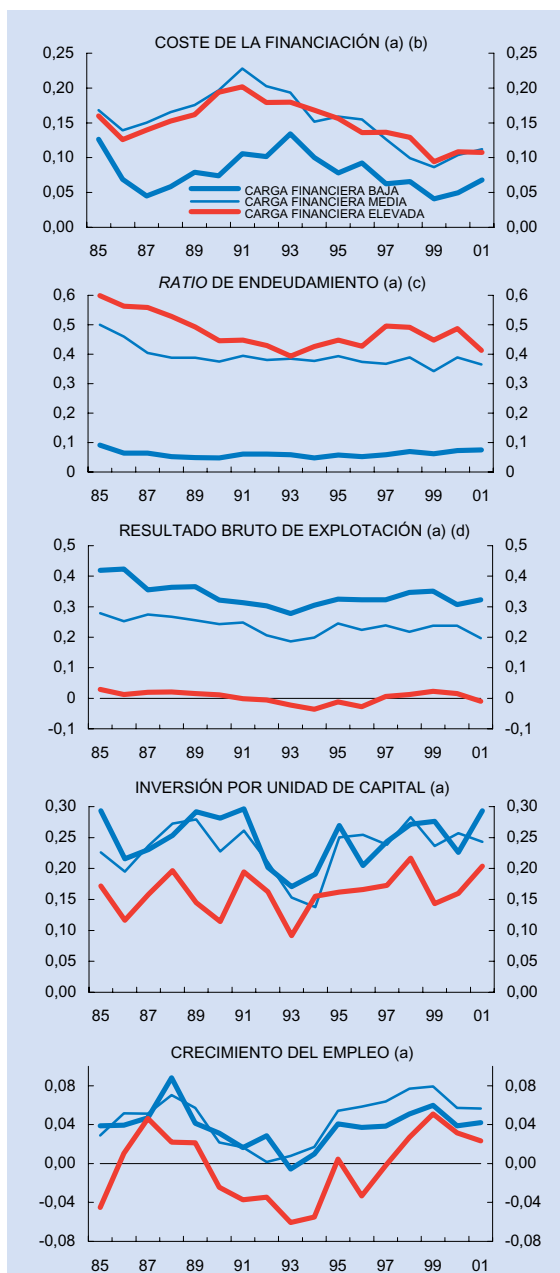
La situación financiera de las empresas españolas y su impacto sobre el nivel de actividad

La adopción de un enfoque desagregado en el análisis de la posición financiera del sector empresarial constituye un elemento esencial para la valoración de los riesgos existentes para la estabilidad macroeconómica y financiera. Así, los indicadores agregados pueden no representar fielmente el grado de solidez financiera del sistema si el deterioro de la situación financiera de las empresas más vulnerables es más acentuado que el experimentado por el promedio del sector. Utilizando la base de datos de la Central de Balances del Banco de España para el período 1985-2001, es posible identificar la importancia relativa de los factores que condicionan la situación financiera de las compañías españolas y valorar en qué medida su ritmo de actividad difiere en función del grado de presión financiera que soportan. Como indicador sintético de este grado de presión financiera, puede utilizarse una medida de la carga relativa de la deuda, que se define como el cociente entre los gastos financieros y el resultado económico bruto de la explotación. Esta *ratio* —que es el resultado neto de cambios en los tipos de interés, en la rentabilidad empresarial y en el nivel de endeudamiento— refleja la capacidad para hacer frente a los pagos de intereses confiando solo en los fondos generados internamente y constituye, por tanto, un indicador de la holgura financiera de las sociedades.

En el gráfico adjunto se compara el nivel medio de diversas variables reales y financieras en distintos conjuntos de empresas definidos en función de su posición financiera. Cada panel del gráfico presenta el valor medio de una determinada variable para las empresas pertenecientes a tres diferentes decilas de la distribución definida, cada año, en términos de la *ratio* entre gastos financieros y resultado económico bruto de la explotación. La decila mediana (que agrupa a las sociedades comprendidas entre los percentiles 45 y 55) puede considerarse representativa del comportamiento de una compañía con una situación financiera media. Análogamente, la decila superior (inferior) agrupa al 10% de las empresas que soportan un mayor (menor) nivel de carga financiera relativa.

En primer lugar, en los gráficos se aprecia que las empresas que se enfrentan a una presión financiera más elevada (decila superior) han soportado un coste de la financiación similar y un nivel de deuda ligeramente superior a los registrados por las compañías con una presión financiera promedio. Por el contrario, sí se observan diferencias notables, entre ambos grupos de compañías, en el tamaño relativo del resultado bruto de explotación. Por tanto, parece que los niveles reducidos de rentabilidad han contribuido al deterioro de la posición financiera de las compañías que presentan una posición más vulnerable. En segundo lugar, no se observan diferencias significativas en la demanda de factores productivos entre las empresas con mayor grado de holgura financiera (decila inferior) y las empresas que registran una presión financiera promedio. Sin embargo, las empresas que se enfrentan a una carga financiera más elevada presentan tasas de inversión y de crecimiento del empleo sustancialmente menores. Además, en el caso del empleo, este rasgo parece acentuarse en las fases recesivas.

Esta evidencia sugiere, por un lado, que la evolución de la rentabilidad resulta esencial en la determinación de la situación financiera de las empresas y, por otro, que el impacto de esta situación sobre la actividad real se hace más intenso cuando la presión financiera alcanza un cierto umbral. Por tanto, una evolución adversa de la rentabilidad contribuiría a que el aumento del endeudamiento que se viene registrando entre las compañías españolas pudiera traducirse en una mayor vulnerabilidad del sector; en especial si para un número importante de sociedades la presión financiera alcanza los niveles en los que su influencia sobre la actividad real se acentúa. No obstante, la carga financiera relativa soportada por el sector empresarial es, en términos históricos, moderada, por lo que no es previsible que condicione significativamente sus decisiones reales. Solo en las empresas financieramente más vulnerables serían esperables ajustes más intensos de sus decisiones de gasto ante perturbaciones que afectaran a su posición patrimonial.



Fuente: Banco de España.

(a) Cada línea representa el valor medio de la variable correspondiente para el conjunto de empresas especificado: empresas con carga financiera baja, media o elevada. Estos conjuntos se corresponden, respectivamente, con las decilas inferior, mediana o superior definidas en función de la carga financiera relativa (distribución de la *ratio* entre gastos financieros y resultado económico bruto de la explotación).

- (b) Intereses de financiación recibida/deuda con coste.
- (c) Deuda con coste/recursos propios más deuda con coste.
- (d) Resultado económico bruto de la explotación/activos totales.

algunas economías latinoamericanas y la cancelación de determinadas inversiones europeas de una gran empresa de telecomunicaciones (véase gráfico V.15). Sin embargo, la posición patrimonial agregada del sector permanece sólida, tal y como indica, por ejemplo, el reducido volumen de los pasivos afectados por quiebras y suspensiones de pagos, a pesar del aumento de su número en 2002. Además, de acuerdo con la Central de Balances, el resultado ordinario neto, que excluye las partidas de carácter extraordinario, aumentó un 8%, lo que permitió que la rentabilidad ordinaria de los recursos propios se mantuviera en unos niveles próximos al 13%, si bien en el caso de la industria fue algo inferior. Asimismo, la menor carga por intereses supone una menor presión financiera sobre las decisiones de gasto (véase recuadro V.4).

En este contexto, la situación financiera del sector a nivel agregado no parece suponer ningún obstáculo relevante para la recuperación de la inversión y el empleo, al no detectarse niveles de presión financiera que ejerzan un efecto contractivo relevante sobre las decisiones de gasto de las sociedades. Sin embargo, el elevado nivel de endeudamiento de algunas de estas empresas, como las más grandes, sugiere que su margen para aumentar su endeudamiento es ahora menor, por lo que este factor no podrá seguir contribuyendo en igual medida a sostener proyectos de expansión. Además, al igual que ocurre con los hogares, su exposición a posibles perturbaciones adversas es ahora más elevada. En este sentido, sus decisiones de inversión estarán más condicionadas por la evolución de los costes de financiación de lo que lo estuvieron durante la fase de recuperación de la actividad del anterior ciclo económico.

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA

EJERCICIO DE 2002

INTRODUCCIÓN

Las cuentas anuales del Banco de España, tal como establece el artículo 29.1 de su Reglamento Interno, comprenden el balance, la cuenta de resultados y la memoria explicativa. Dichas cuentas, conforme a lo previsto en el artículo citado, han sido elaboradas de acuerdo con la normativa contable interna del Banco de España. La citada normativa sigue los principios contables de general aplicación, adaptados a las características especiales de las operaciones y funciones de un banco central, y los criterios contables y normas de valoración establecidas para el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), en todos aquellos aspectos que le son de aplicación, de acuerdo con lo estipulado en el artículo 26.4 de los Estatutos de dicho SEBC sobre normalización de principios y prácticas contables del Eurosistema.

Las cuentas anuales del Banco de España han sido sometidas, de acuerdo con lo establecido en los artículos 29 y 32 de su Reglamento, a la auditoría de su Departamento de Auditoría Interna y a la censura de la Comisión de Censura de Cuentas designada al efecto por el Consejo de Gobierno del Banco, por acuerdo de 21 de diciembre de 2001. Asimismo, dichas cuentas han sido auditadas por auditores externos independientes, tal como establece el artículo 27 del Estatuto 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 pro-

puesta del Ministro de Economía, aprobar el balance y cuentas del ejercicio del Banco, que serán remitidos a las Cortes Generales para su conocimiento. Corresponde al Consejo de Gobierno del Banco, a tenor de lo establecido en el artículo 21.g) de la citada Ley, formular las cuentas anuales de dicha Institución.

Las cifras consignadas, salvo indicación en contrario, están expresadas en millones de euros. Debe señalarse que 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 2002. En su apartado I se incluyen el balance y la cuenta de resultados; en el II, la memoria, con la normativa contable que ha servido de marco de referencia para su elaboración y las notas explicativas sobre los aspectos más relevantes del balance y de la cuenta de resultados, y en el apartado III, 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 I y 2 se acompañan los informes emitidos por los auditores externos y por la Comisión de Censura de Cuentas del Banco de España respecto a las cuentas anuales presentadas en los apartados que les preceden.

I. BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS

Balance del Banco de España a 31 de diciembre de 2002

(En millones de euros)

	Núm. Nota	2002	2001
ACTIVO			
1. Oro y derechos en oro	1	5.499,85	5.300,90
2. Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro		32.347,74	33.357,00
2.1. Activos frente al FMI	2	1.920,38	1.958,01
2.2. Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	3	30.427,36	31.398,99
3. Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro		0,03	0,03
4. Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro		475,34	0,00
4.1. Depósitos, valores y préstamos	4	475,34	0,00
4.2. Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el SME II		0,00	0,00
5. Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	5	18.203,30	10.546,69
5.1. Operaciones principales de financiación		17.540,94	8.477,22
5.2. Operaciones de financiación a más largo plazo		642,12	2.069,47
5.3. Operaciones temporales de ajuste		0,00	0,00
5.4. Operaciones temporales estructurales		0,00	0,00
5.5. Facilidad marginal de crédito		0,00	0,00
5.6. Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		20,25	0,00
6. Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	6	8,17	2,57
7. Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro		0,00	0,00
8. Créditos en euros a las Administraciones Públicas	7	9.767,91	10.380,90
9. Cuentas intra-Eurosistema	8	23.161,13	29.603,01
9.1. Participación en el capital del BCE		444,68	444,68
9.2. Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE		4.446,75	4.446,75
9.4. Activos netos relacionados con la asignación de billetes en el Eurosistema		0,00	0,00
9.5. Otros activos intra-Eurosistema (neto)		18.269,71	24.711,58
10. Partidas en curso de liquidación		0,80	398,84
11. Otros activos		6.967,56	6.549,31
11.2. Inmovilizado material e inmaterial	9	208,91	234,39
11.3. Otros activos financieros	10	4.402,99	3.572,04
11.4. Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	11	369,25	0,00
11.5. Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	12	638,62	727,27
11.6. Diversos	13	1.347,79	2.015,61
TOTAL ACTIVO		96.431,84	96.139,25

Balance del Banco de España a 31 de diciembre de 2002 (continuación)

(En millones de euros)

PASIVO	Núm. Nota	2002	2001
1. Billetes en circulación	14	37.505,32	46.227,56
2. Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	15	9.291,35	12.273,21
2.1. Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)		9.271,35	12.272,85
2.2. Facilidad de depósito		20,00	0,00
2.3. Depósitos a plazo		0,00	0,00
2.4. Operaciones temporales de ajuste		0,00	0,00
2.5. Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		0,00	0,36
3. Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro	16	0,00	2.451,79
4. Certificados de deuda emitidos		0,00	0,00
5. Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro		15.215,26	13.289,66
5.1. Administraciones Públicas	17	14.022,99	12.238,04
5.2. Otros pasivos	18	1.192,27	1.051,62
6. Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	19	48,25	61,74
7. Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro		8,76	20,52
8. Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro		1.371,23	298,12
8.1. Depósitos y otros pasivos	20	1.371,23	298,12
8.2. Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el SME II		0,00	0,00
9. Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	21	387,34	425,65
10. Cuentas intra-Eurosistema	22	18.654,90	0,00
10.2. Pasivos relacionados con la emisión de certificados de depósito		0,00	0,00
10.3. Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes en el Eurosistema		18.587,05	0,00
10.4. Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)		67,85	0,00
11. Partidas en curso de liquidación	23	44,97	90,07
12. Otros pasivos		870,61	1.666,94
12.1. Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	24	0,00	67,30
12.2. Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados	25	320,30	604,70
12.3. Diversos	26	550,30	994,94
13. Provisiones	27	4.004,53	3.868,40
14. Cuentas de revalorización	28	6.828,55	10.667,56
15. Capital y reservas		4,54	4,54
15.1. Capital	29	1,37	1,37
15.2. Reservas	30	3,17	3,17
16. Beneficio del ejercicio	31	2.196,25	4.793,49
TOTAL PASIVO		96.431,84	96.139,25

Cuenta de resultados del Banco de España a 31 de diciembre de 2002

(En millones de euros)

	Núm. Nota	2002	2001
Ingresos por intereses	1	2.703,31	4.010,60
Gastos por intereses	2	-956,19	-966,07
Ingresos netos por intereses		1.747,12	3.044,53
Ganancias/Pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	3	727,99	2.048,07
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras		-0,87	-85,16
Dotaciones y excesos de provisión por riesgo de tipo de cambio y precio		0,00	0,00
Ingreso neto por operaciones financieras, saneamientos y provisiones para riesgos		727,12	1.962,91
Ingresos por honorarios/comisiones		16,88	13,91
Gastos por honorarios/comisiones		-1,86	-1,66
Ingresos netos por honorarios/comisiones	4	15,02	12,25
Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	5	228,65	181,27
Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios	6	-67,85	2,02
Otros ingresos	7	144,87	75,02
TOTAL INGRESOS NETOS		2.794,92	5.278,00
Gastos de personal	8	-195,83	-182,59
Gastos en bienes y servicios	9	-70,78	-66,96
Amortización del inmovilizado	10	-21,25	-18,50
Costes de producción de billetes	11	-115,23	-166,97
Otros gastos	12	-20,16	-1,43
TOTAL GASTOS OPERATIVOS		-423,25	-436,45
Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones	13	-175,43	-48,06
BENEFICIO DEL EJERCICIO	14	2.196,25	4.793,49

V.º B.º
El Gobernador,

JAIME CARUANA

El Interventor General,

ANTONIO ROSAS

II. MEMORIA EXPLICATIVA

II.1. NORMATIVA CONTABLE

I. Principios básicos

Para la elaboración de las cuentas anuales se han aplicado los principios contables siguientes:

- 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, en el oro y en la posición en moneda extranjera. Las operaciones realizadas con activos y pasivos se contabilizan en la fecha de su liquidación.

Como excepción a la aplicación del citado criterio general de coste histórico, debe señalarse que, en 31 de diciembre de 1998, con motivo de la creación del SEBC y en aplicación de las normas contables armonizadas establecidas para el Sistema Europeo de Bancos Centrales, el oro, los valores nacionales y extranjeros y las divisas fueron valorados a los precios y tipos de cambio de mercado existentes en aquel momento, sin reconocer beneficios, en los casos de plusvalías latentes, y con adeudo a resultados, en los de minusvalías no realizadas. Dichas plusvalías latentes se abonan a resultados con posterioridad, cuando se realiza la venta del activo correspondiente o cuando, en determinadas condiciones, se pueden compensar minusvalías latentes puestas de manifiesto con posterioridad.

Los criterios de valoración concretos aplicados a cada uno de los activos y pasivos que se citan han sido los siguientes:

Oro

Se contabiliza por su precio de adquisición, determinado por el efectivo satisfecho, incluidos todos los gastos inherentes a la operación.

El coste de las ventas se obtiene aplicando el método LIFO diario. En el caso de que el efectivo a desembolsar o a percibir venga establecido en una divisa diferente del euro, se convierte a euros al tipo de cambio medio existente en el mercado dos días hábiles antes de la fecha de liquidación de la operación.

El último día de cada mes, las existencias de oro se valoran al precio de mercado en euros de la onza troy de oro fino. Las plusvalías o minusvalías no realizadas (excepto en el caso de minusvalías a fin de año) se reflejan en una cuenta de ajuste, con abono y 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 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

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.

El coste en euros de las divisas vendidas se calcula por el método LIFO diario.

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 afectada. Tales minusvalías se consideran irreversibles.

Billetes extranjeros

Se aplican los mismos criterios que los establecidos en el apartado anterior para las divisas.

Derechos Especiales de Giro

Los Derechos Especiales de Giro y la posición neta en el Fondo Monetario Internacional se valoran al cambio de mercado de los Derechos Especiales de Giro al cierre del ejercicio, con los mismos criterios que el resto de las divisas.

Valores

Se contabilizan por su precio de adquisición, determinado por el efectivo satisfecho, deducido, en su caso, el cupón bruto devengado.

El coste de las ventas o las amortizaciones se determina en función del precio medio contable del valor de que se trate.

Los valores son objeto de regularización mensual, debiendo valorarse a su precio de mercado. Dicha regularización se efectúa sin compensar plusvalías con minusvalías de diferentes códigos-valor. Las plusvalías y minusvalías (a excepción de las minusvalías en fin de año) se reflejan en cuentas de ajuste, con abono y adeudo, respectivamente, a cuentas de revalorización y cuentas de gasto. Tanto unas como otras son canceladas en regularizaciones posteriores.

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.

Las primas, descuentos y cupones devengados y no vencidos son objeto de la periodificación correspondiente, empleando para su cálculo la tasa interna de rendimiento de cada código-valor.

En el caso de los valores denominados en moneda extranjera, las referencias efectuadas en este apartado a los precios de adquisición y de mercado se entenderán referidas a la divisa correspondiente, traspasando estos importes a euros, según se establece en el apartado correspondiente a las 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 efectuados de forma simultánea se contabilizarán independientemente, registrando cada uno de ellos de acuerdo a las normas de valoración expuestas en los dos párrafos anteriores.

Los préstamos automáticos de valores no son objeto de registro en el balance, contabilizando exclusivamente los ingresos obtenidos dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias. Las operaciones vivas a fin de año se registran en cuentas de orden.

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 los concedidos a la Seguridad Social, contemplados en la disposición transitoria sexta de la Ley 41/1994, de Presupuestos Generales del Estado para 1995, se valoran por su nominal, de acuerdo con las normas armonizadas del SEBC.

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.

Activos fijos materiales e inmateriales

Los bienes comprendidos en el inmovilizado se valoran al precio de adquisición, el cual incluye, además, el IVA soportado no deducible y todos los gastos adicionales que se producen hasta su puesta en funcionamiento. Los activos fijos cuyo coste es inferior a 120 euros son registrados como gasto en el año de su adquisición.

Las dotaciones anuales para la amortización se calculan por el método lineal en función de la vida útil estimada de los diferentes bienes. No se consideran bienes amortizables los terrenos y solares, ni aquellos que forman parte del Tesoro artístico del Banco. La amortización se efectúa mediante procesos mensuales, a partir del mes siguiente al de la fecha de contabilización o puesta en funcionamiento.

Los gastos relevantes relacionados con proyectos que vayan a tener vigencia durante varios años pueden ser activados y amortizados en el plazo máximo de cuatro años.

Los porcentajes de amortización aplicados a los distintos elementos del inmovilizado durante 2002

han sido iguales a los aplicados el año anterior. Dichos porcentajes fueron los siguientes:

	%
• Edificios de uso propio	2
• Instalaciones	6
• Muebles y equipos de oficina	
— Bibliotecas	10
— Mobiliario	10
— Máquinas de oficina no informáticas	20
— Máquinas para el tratamiento de billetes y monedas	20
— Equipos informáticos	25
— Otras máquinas y utillaje	20
• Elementos de transporte	20
• Aplicaciones informáticas	33
• Tesoro artístico	0

Billetes en circulación

El BCE y los 12 BCN que, junto con él, forman el Eurosistema han emitido billetes euro desde el 1 de enero de 2002 (1). El valor total de los billetes euro en circulación se asigna el último día hábil de cada mes, en función de la clave de asignación de billetes (2).

Al BCE se le ha asignado una participación del 8% del valor total de billetes euro en circulación a partir de 2002, mientras que el 92% restante se ha asignado a los BCN de acuerdo con sus respectivas claves en el capital del BCE. La parte de los billetes asignada a cada BCN se muestra en la rúbrica «Billetes en circulación» del pasivo del balance.

La diferencia entre el valor de los billetes euro asignados a cada BCN de acuerdo con la clave de asignación de billetes y el valor de los billetes euro que de hecho pone en circulación da lugar a la aparición de saldos intra-Eurosistema remunerados. Estos activos o pasivos, que devengan intereses (3), se muestran en el epígrafe «Cuentas intra-Eurosistema.—Activo/pasivo neto por la asignación de billetes».

(1) Decisión del Banco Central Europeo de 6 de diciembre de 2001 sobre la emisión de billetes euro (BCE/2001/15), DOL 337, 20.12.2001.

(2) Se denomina clave de asignación de billetes a los porcentajes que resultan de tomar en consideración la participación del BCE en la emisión total de billetes euro y aplicar la clave en el capital suscrito a la participación de los BCN en dicha emisión total.

(3) Decisión del Banco Central Europeo de 6 de diciembre de 2001 sobre la distribución de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de Estados participantes desde el ejercicio 2002 (BCE/2001/16), DOL 337, 20.12.2001.

tes euro en el Eurosistema» (véase «Cuentas intra-Eurosistema» en las notas sobre normativa contable).

Desde 2002 hasta 2007, los saldos intra-Eurosistema derivados de la asignación de billetes euro serán ajustados para evitar cambios significativos en las posiciones relativas de ingresos de los BCN en comparación con ejercicios anteriores. Los ajustes se determinan teniendo en cuenta las diferencias entre el importe medio de billetes en circulación de cada BCN en el período comprendido entre julio de 1999 y junio de 2001 y el importe medio de billetes que les habrían sido asignados durante ese período según su clave en el capital del BCE. Los ajustes serán reducidos anualmente hasta final de 2007, momento a partir del cual los ingresos correspondientes a billetes serán distribuidos en proporción a las participaciones desembolsadas por los BCN en el capital del BCE.

Los ingresos y gastos por intereses sobre estos saldos se compensan a través de cuentas con el BCE y se muestran dentro de la rúbrica de la cuenta de resultados «Ingresos netos por intereses».

El Consejo de Gobierno del BCE ha decidido que los ingresos por señoreaje del BCE, derivados del 8% de billetes euro que tiene asignados, sean distribuidos de forma separada a los BCN en forma de dividendo a cuenta de los beneficios (4). Estos ingresos se distribuirán íntegramente, salvo que el beneficio neto del ejercicio del BCE sea inferior a los ingresos generados por los billetes euro en circulación. Para 2002, se pagó un dividendo a cuenta, abonado el segundo día hábil de 2003. Dicho ingreso se ha incluido en la cuenta de resultados como «Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones». A partir de 2003, los dividendos a cuenta por este concepto se realizarán tras el final de cada trimestre.

Dentro de la rúbrica «Billetes en circulación» se incluyen también los billetes denominados en pesetas que no habían sido canjeados al cierre del ejercicio. En cumplimiento del acuerdo del Consejo de Gobierno del BCE de 5 de diciembre de 2002, estos billetes se han dado de baja del balance el 1 de enero de 2003, incluyéndose desde entonces en la rúbrica «Otros pasivos.—Diversos».

(4) Decisión del Banco Central Europeo de 21 de noviembre de 2002 sobre la distribución entre los BCN de los Estados miembros participantes de los ingresos del BCE por los billetes en euros en circulación.

Cuentas intra-Eurosistema

La participación del Banco de España en el capital del BCE, la contrapartida de las reservas transferidas a este, el saldo neto resultante de las transferencias emitidas y recibidas por TARGET (5) entre los bancos centrales nacionales del SEBC, incluido el BCE, así como los saldos resultantes de la asignación de billetes euro en el Eurosistema, dan lugar a cuentas intra-Eurosistema.

Los saldos intra-Eurosistema resultantes de la asignación de billetes euro en el Eurosistema se incluyen conjuntamente como activo o pasivo en el epígrafe «Activos/pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema», dependiendo de cuál sea su saldo neto (véase «Billetes en circulación» en las notas sobre normativa contable). En el caso de las operaciones TARGET, los saldos resultantes se incluyen como activo o pasivo en el epígrafe «Otros activos/pasivos intra-Eurosistema (neto)».

Reconocimiento de ingresos y gastos

Los ingresos y gastos se registran en el período en el que se devengan.

Las ganancias realizadas y las pérdidas realizadas y latentes se traspasan a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Para calcular el precio de adquisición de los elementos vendidos se utiliza el método del coste medio para los valores y el LIFO diario para las divisas y el oro. En el caso de pérdidas no realizadas en algún elemento a final de año, su coste medio se reduce hasta ajustarlo al precio de mercado y/o tipo de cambio de fin de año.

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, traspasándose a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se llevan a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias en la medida en que excedan a las ganancias previas por revalorizaciones registradas en las correspondientes cuentas de revalorización, no revirtiendo en años siguientes frente a nuevas ganancias no realizadas. Las pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro, no se compensan con las ganancias no realizadas en otra moneda o valor.

(5) Sistema automatizado transeuropeo de transferencias urgentes para la liquidación bruta en tiempo real.

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, de acuerdo con el método de la tasa de rendimiento interno.

Plan de pensiones

Las aportaciones a un Fondo de Pensiones externo por los empleados que, incorporados al Banco con posterioridad al 31.1.1986, forman parte del Plan de Pensiones y tienen derecho a ello están establecidas en el 6,5% 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 (6)

La posición a plazo en moneda extranjera, formada por las operaciones a plazo en divisas y por la parte a plazo de las operaciones *swaps* de divisas, se incluye en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio.

Las posiciones en futuros sobre tipos de interés son objeto de revalorización elemento por elemento y tratadas de manera similar a los valores.

Las pérdidas y ganancias derivadas de posiciones registradas fuera de balance son registradas y tratadas de forma similar a las pérdidas y ganancias de activos y pasivos, del balance.

Acontecimientos posteriores al cierre del balance

Los activos y pasivos se ajustan para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno formula los estados financieros, si tales acontecimientos afectan de forma significativa a la situación de aquellos.

(6) La posición neta resultante de las operaciones a plazo y *swaps* con divisas, así como las diferencias de valoración por tipo de cambio generadas por dicha posición, se reflejan dentro del balance en el subgrupo 11.4 del activo o en el 12.1 del pasivo, de acuerdo con su signo.

II.2. NOTAS EXPLICATIVAS AL BALANCE

1. Oro y derechos en oro

Las tenencias de oro se elevan a 5.499,85 millones de euros, equivalentes a 16,828 millones de onzas troy (7) de oro fino valoradas a 326,83 euros por onza. Dicho importe supera en 198,95 millones al de 2001, como consecuencia, esencialmente, de la subida del precio de mercado del oro en el ejercicio (al cierre de 2001 la onza cotizaba a 314,99 euros), habiéndose mantenido sin variación a lo largo del ejercicio el número de onzas, excepto por las ligeras diferencias que se han producido en las operaciones de depósito y *swap*.

2. Activos frente al FMI

Se recogen en este subgrupo de cuentas: a) los Derechos Especiales de Giro (DEG) en el tramo de Reservas (1.517,64 millones de euros), que incluyen la posición neta en el Fondo Monetario Internacional (FMI) (1.517,64 millones de euros) y la posición tramo euros y su cuenta de contrapartida (2.464,60 millones de euros con signo positivo y negativo); b) los DEG en el FMI (337,12 millones de euros), y c) Otros activos frente al FMI (65,62 millones de euros). En conjunto, el valor de los activos frente al FMI disminuyó en 37,62 millones de euros respecto a su saldo en 2001, como resultado de un incremento neto de las inversiones en 161,96 millones de euros y una reducción del valor de su posición global, de 199,58 millones de euros, por variación en el tipo de cambio. En 2002 no tuvo lugar ninguna modificación en la cuota de España en el FMI.

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€ = 0,7714 DEG.

3. Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores

Se recogen en este subgrupo los valores, los depósitos, los préstamos y el resto de los activos en moneda extranjera frente a no residentes en el área del euro. Su importe total se eleva a 30.427,36 mi-

(7) Cada onza troy es equivalente a 31,1035 gramos.

llones de euros, con el detalle que figura en el cuadro siguiente:

(En millones de euros)

Tipo de activo	2002	2001
Depósitos	3.929,91	735,06
Valores (8)	26.301,63	30.432,89
Préstamos y otros	201,05	238,81
<i>Provisión para préstamos</i>	-10,07	-11,95
Billetes de fuera del área del euro	4,85	4,18
TOTAL	30.427,36	31.398,99

El 99,97% de los depósitos en divisas en bancos extranjeros, inversiones en valores y préstamos en moneda extranjera, al final del ejercicio de 2002, 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 € = 1,0487 \$ USA).

En el apartado de «Préstamos y otros» se incluyen, entre otros, determinados activos considerados en situación especial, por un importe de 10,07 millones de euros, sobre los que se han constituido provisiones por riesgo-país y otras por el importe total de los mismos.

El descenso del saldo de este subgrupo de cuentas (-971,63 millones de euros) se debió, fundamentalmente, al efecto neto de las causas que se mencionan en el cuadro siguiente:

(En millones de euros)

Causas de la variación	
Por compraventa neta de divisas	2.103,17
Por incremento de la posición en <i>swaps</i> de oro, vivos a fin de año	165,65
Por incremento del precio de mercado de los valores extranjeros	307,80
Por variación del tipo de cambio de mercado	-4.992,67
Por los resultados obtenidos en venta de valores y futuros	357,25
Por los ingresos financieros percibidos por intereses en moneda extranjera	1.087,17
TOTAL	-971,63

4. Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro. Depósitos, valores y préstamos

La casi totalidad de esta subrúbrica, 475,05 millones de euros, corresponde a la adquisición en

(8) A 31 de diciembre de 2002, parte de la cartera de valores en dólares, por un valor de mercado de 1.119,43 millones de dólares USA, se encontraba cedida temporalmente a través de contratos de préstamos automáticos de valores firmados con los depositarios de estos valores. Los contratos de préstamos automáticos facultan al depositario de los valores a prestarlos a un tercero en operaciones a un día, con determinadas limitaciones establecidas en el propio contrato.

2002 de valores emitidos en euros por organismos internacionales de fuera de la zona del euro.

5. Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria

Este grupo de cuentas recoge el importe, por tipo de operaciones, de los préstamos otorgados en euros a entidades de crédito del área del euro a través de los que se ejecuta la política monetaria.

Su saldo al día 31 de diciembre de 2002 es superior en un 72,6% al de 2001 (18.203,30 millones de euros en 2002, frente a 10.546,69 en 2001), habiendo aumentado el flujo medio diario de financiación otorgada a lo largo del año en un 7,81%, pasando de 13.709,67 millones en 2001 a 14.780,41 en 2002.

El 82,80% del saldo medio diario de la financiación se otorgó a través de «Operaciones principales de financiación»; otro 16,98% se concedió mediante «Operaciones a más largo plazo», con el objetivo de proporcionar financiación adicional a más largo plazo a las entidades de crédito, y a través del resto de instrumentos únicamente se financió el 0,22% del saldo medio anual.

6. Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro

En esta rúbrica se incluyen activos frente a las entidades de crédito que no tienen ninguna relación con la gestión de la política monetaria. Su saldo, 8,17 millones de euros, recoge el importe de las cuentas de corresponsalía mantenidas en euros con entidades de crédito de la zona del euro. Además, como hecho significativo acaecido en el ejercicio, hay que señalar que, el 1 de enero de 2002, se concedieron a las entidades de crédito préstamos sin interés por importe de 10.325,39 millones de euros, registrados en esta rúbrica, que se amortizaron mediante tres pagos de 3.441,80 millones cada uno, los días 2, 23 y 30 de enero. Dichos préstamos se otorgaron en virtud del «modelo de adeudo lineal» establecido en la Orientación del Banco Central Europeo, BCE/2001/1, de 10 de enero, por la que se adoptan determinadas disposiciones sobre el cambio de moneda en 2002.

7. Créditos en euros a las Administraciones Públicas

a) Estado

Este subgrupo de cuentas recoge los créditos que, en virtud de lo establecido por sus respectivas leyes de creación, fueron otorgados al Estado con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 21/1993, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1994. En la disposición transitoria séptima de dicha Ley se indica, además, que tales créditos conservarán las condiciones y plazos de amortización establecidos en su momento, y, en su defecto, serán amortizados en un plazo de veinticinco años, mediante amortización lineal anual a partir del año 1999, inclusive.

El saldo vivo a 31 de diciembre del año 2002 de los créditos otorgados al Estado asciende a 8.359,21 millones de euros, según el siguiente detalle:

(En millones de euros)

	31.12.2002	Amortización	31.12.2001
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 3/1983	2.147,76	97,63	2.245,39
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 4/1990	5.558,38	347,40	5.905,78
Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales	653,07	40,82	693,89
TOTAL	8.359,21	485,84	8.845,06

La variación experimentada se debe exclusivamente a las cuotas de amortización anual de los citados créditos, cuyas cuantías quedan reflejadas en el cuadro anterior.

b) Seguridad Social

El saldo de este subgrupo de cuentas, 1.408,69 millones de euros, corresponde al importe pendiente de amortizar de dos créditos concedidos a la Seguridad Social en virtud de la Ley 41/1994, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1995. El primero de ellos recoge el principal de otro concedido anteriormente a dicha institución, vencido y no pagado a su vencimiento, de 1.539,19 millones de euros, y el segundo recoge los intereses vencidos y no pagados del crédito anterior hasta el 31.12.1994, que ascendían a 501,90 millones de euros. La amortización del primero de estos créditos,

que habrá de efectuarse 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. El crédito por los intereses vencidos hasta el 31 de diciembre de 1994 se amortiza linealmente en diez años, habiendo tenido lugar la primera amortización el 31 de diciembre de 1995.

De la reducción experimentada en 2002 por este subgrupo de cuentas, 127,15 millones de euros, 76,96 millones corresponden al pago de la tercera cuota de amortización relativa al crédito de 1.539,19 millones de euros. El resto, 50,19 millones, corresponde al pago de la octava cuota de amortización relativa al crédito de 501,90 millones de euros. El importe de la mencionada cuota de amortización fue cobrado a través de la compensación de parte de las cantidades resultantes a favor de la Seguridad Social en concepto de intereses de sus cuentas remuneradas en el Banco de España.

8. Cuentas intra-Eurosistema

a) Participación en el capital del BCE

El capital del BCE suscrito y desembolsado por el Banco de España asciende a 444,68 millones de euros, equivalentes al 8,8935% del capital del mismo. Dicho porcentaje, sin variación en el ejercicio, es el que corresponde al Banco de España, de acuerdo con la clave de participación establecida por la Comisión de la Unión Europea, fijada en función de la población y el producto nacional bruto de nuestro país.

b) Activo de contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE

En cumplimiento de lo establecido en el artículo 30 de los Estatutos del SEBC/BCE, el Banco de España transfirió al BCE, a comienzos del año 1999, reservas exteriores por importe de 4.446,75 millones de euros. Este activo es la contrapartida de dicha transferencia.

c) Activos netos relacionados con la asignación de billetes en el Eurosistema

Véase la nota número 22 del pasivo.

d) Otros activos intra-Eurosistema (neto)

Su saldo, 18.269,71 millones de euros, recoge, principalmente, 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. También se recogen en este subgrupo de cuentas los saldos mantenidos con los bancos centrales del Eurosistema a través de cuentas de corresponsalía, que constituyen una parte insignificante del total, y la posición del Banco de España frente al BCE por el dividendo a cuenta pendiente de cobrar correspondiente a los billetes euro emitidos por el BCE.

Con respecto a las transferencias realizadas a través de TARGET, hay que señalar que, desde el 30 de noviembre de 2000, los saldos resultantes de las mismas 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. Su importe a fin de año, 18.203,17 millones, supone el 99,64% del total de este subgrupo del balance.

9. Inmovilizado material e inmaterial

El saldo de este subgrupo de cuentas ascendía, al cierre del ejercicio, a 208,91 millones de euros, de los que 413,27 millones correspondían a su coste y 204,36 a la amortización acumulada del mismo.

El detalle de los componentes de este subgrupo, con sus amortizaciones, figura en los cuadros siguientes:

(En millones de euros)

Coste o valoración	Inmuebles e instalaciones	Mobiliario y equipamiento	Inmovilizado en curso	Otro inmovilizado	Total
1 enero 2002	233,55	84,70	20,91	84,59	423,75
Altas	1,55	29,19	10,03	6,00	46,77
Bajas	0,20	7,46	20,94	28,64	57,24
31 diciembre 2002	234,90	106,43	10,00	61,95	413,27

(En millones de euros)

Amortización acumulada	Inmuebles e instalaciones	Mobiliario y equipamiento	Inmovilizado en curso	Otro inmovilizado	Total
1 enero 2002	107,84	63,34	—	18,18	189,36
Variaciones en el ejercicio	8,64	3,64	—	2,72	15,00
31 diciembre 2002	116,48	66,98	—	20,89	204,36

La disminución del inmovilizado se ha debido a la venta de la totalidad de las tenencias de plata del Banco, incluidas hasta su enajenación en «Otro inmovilizado» (28,48 millones de euros). El resto del inmovilizado se ha incrementado en el ejercicio en 3,01 millones.

Decidida por el Banco de España la reestructuración de su red de sucursales, se ha procedido a la firma de un protocolo, con el Ministerio de Hacienda, que prevé la transmisión de los edificios de las 30 sucursales que se cierran.

10. Otros activos financieros

El 99,98% del importe de este subgrupo de cuentas corresponde a la cartera en deuda del Estado anotada, en la que el Banco de España tiene invertidos 4.402,24 millones de euros, y cuyo incremento, 831,12 millones de euros, respecto al saldo del pasado ejercicio se debió, fundamentalmente, a las compras netas de valores (697,31 millones de euros), así como a las plusvalías latentes netas registradas a fin de año (115 millones de euros) y al incremento de los intereses implícitos devengados (18,81 millones de euros).

Hay que señalar, como hecho posterior al cierre del ejercicio, que el Banco de España ha acudido a la ampliación de capital de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de valores, SA (anterior «Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, SA»), a través de aportaciones no dinerarias de los medios y recursos a que se refiere la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, sobre Medidas de Reforma del Sistema Financiero. A cambio de ello, ha recibido 4.451 acciones, que, junto con las que ya tenía de la Promotora, suponen un porcentaje del 39,39% sobre el capital.

11. Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance

Recoge el importe de la posición neta deudora por operaciones a plazo y *swap* con divisas valorada a los tipos de cambio vigentes a fin de ejercicio. Cuando dicha posición es acreedora, tal y como sucedió en 2001, se coloca bajo el mismo título en el epígrafe «12.1» del pasivo. Su saldo al final del presente ejercicio, 369,25 millones de euros, es el valor

neto de las operaciones a plazo y *swaps* entre divisas vivas en ese momento.

12. Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados

Del total de este subgrupo de cuentas (638,62 millones de euros), los componentes principales son los intereses devengados y no cobrados de valores, depósitos y otros activos en moneda extranjera (243,42 millones); los de la cartera de deuda del Estado anotada (126,51 millones), los del activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE (125,28 millones) y los correspondientes al saldo neto de las cuentas intra-Eurosistema procedentes de las transferencias realizadas a través de TARGET (58,90 millones).

13. Diversos

Su componente más significativo corresponde al ingreso efectuado al Tesoro, el 4 de noviembre de 2002, de 1.156,34 millones de euros, equivalente al 70% de los beneficios devengados y contabilizados en el Banco hasta el 30 de septiembre de 2002.

La otra partida más relevante es la correspondiente a los préstamos para vivienda otorgados a los empleados, cuyo saldo asciende a 113,35 millones.

14. Billetes en circulación

El saldo de billetes en circulación incluye la participación del Banco de España en el total de billetes euro en circulación (véase «Billetes en circulación» en las notas sobre normativa contable) y los billetes denominados en pesetas todavía no canjeados a 31.12.2002.

Del mencionado saldo (37.505,32 millones de euros), 36.217,59 millones son los euros que corresponden al Banco de España en virtud de la clave de asignación de billetes euro en el Eurosistema (el 10,1020% del total de los emitidos, una vez deducidos los que corresponden al BCE, 8% del total). El resto, 1.287,73 millones de euros, corresponden a los billetes denominados en pesetas no canjeados al cierre del ejercicio. En cumplimiento del acuerdo del Consejo de Gobierno del BCE de 5 de diciembre de 2002, estos últimos se dieron

de baja de esta rúbrica el 1 de enero de 2003, pasando a registrarse en la de «Otros pasivos.— Diversos».

15. Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria

El saldo del conjunto de los diferentes tipos de depósitos que mantienen las entidades de crédito en el Banco de España ascendió a 9.291,35 millones de euros, al cierre del ejercicio de 2002. La disminución experimentada por los mismos respecto al año anterior se concentró en las cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas), que pasaron de 12.273,21 millones de euros, en 31.12.2001, a 9.271,35 millones en 31.12.2002. La disminución de su saldo se debió a que, al cierre de 2001, las entidades de crédito tuvieron la necesidad de disponer de financiación para atender al pago de un tercio de los billetes y monedas euro predistribuidos el primer día hábil de 2002. Por otra parte, el saldo medio anual de estas cuentas durante el ejercicio 2002 ascendió a 11.163,43 millones, un 7,3% superior al de 2001 (10.401,04 millones).

16. Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro

Aunque a final del ejercicio esta rúbrica no tenía saldo, hay que mencionar que se recogieron en ella los depósitos en efectivo constituidos por entidades de crédito, por importe de 2.451,79 millones de euros, como garantía de los billetes y monedas euro predistribuidos hasta 31.12.2001, en la parte no garantizada por pólizas de crédito existentes con prenda de valores. Estos depósitos se cancelaron a lo largo de enero de 2002, conforme se fueron pagando los billetes y monedas euro predistribuidos.

17. Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro. Administraciones Públicas

Se recogen en este subgrupo de cuentas los depósitos que mantienen en el Banco de España las Administraciones Públicas. Su saldo vivo al cierre del ejercicio era de 14.022,99 millones de euros, con el siguiente detalle:

(En millones de euros)

	2002	2001
Administración Central (Estado)	2.798,26	2.793,60
<i>Tesoro Público.—Cuenta corriente</i>	<i>299,89</i>	<i>394,98</i>
<i>Otras administraciones de la Administración Central del Estado y similares</i>	<i>2.498,36</i>	<i>2.398,62</i>
Administraciones Territoriales	87,97	80,21
<i>Comunidades Autónomas, Organismos Administrativos y similares</i>	<i>81,20</i>	<i>76,45</i>
<i>Administración Local</i>	<i>6,78</i>	<i>3,77</i>
Administraciones de la Seguridad Social	11.136,76	9.364,23
TOTAL	14.022,99	12.238,04

El incremento del saldo de este subgrupo de cuentas (1.784,95 millones de euros) se debió, fundamentalmente, al aumento en los saldos mantenidos por las Administraciones de Seguridad Social.

18. 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 empleados y pensionistas y otras cuentas de personas jurídicas clasificadas dentro de «Otros sectores residentes no financieros». Su saldo al cierre del ejercicio de 2002 era de 1.192,27 millones de euros, y su variación respecto al cierre del ejercicio anterior, con un incremento de 140,65 millones de euros, se debió fundamentalmente al incremento de los saldos de las cuentas corrientes de «Organismos Públicos del Estado.—Organismos Autónomos» (99,37 millones).

19. Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro

Recoge fundamentalmente los saldos de las cuentas en euros mantenidos por los Organismos Internacionales y los Bancos Centrales no pertenecientes a la Unión Monetaria. Su saldo, 48,25 millones de euros, experimentó una disminución respecto del ejercicio anterior de 13,49 millones.

20. Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro. Depósitos y otros pasivos

Casi todos estos pasivos, cuyo saldo ascendía a 1.371,23 millones de euros al cierre del ejercicio,

corresponden a deudas derivadas de operaciones de cesión temporal de activos, relacionadas con la gestión de las reservas exteriores del Banco de España. El importe del total de este grupo de cuentas se incrementó en 1.073,10 millones de euros.

21. Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI

Con un importe de 387,34 millones de euros, recoge la equivalencia de los DEG asignados a España en proporción a su cuota como miembro del Fondo Monetario Internacional.

22. Cuentas intra-Eurosistema

a) Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema

Este epígrafe contiene los activos y pasivos del Banco de España frente al Eurosistema relacionados con la asignación de los billetes euro en el Eurosistema (véanse «Billetes en circulación» y «Cuentas intra-Eurosistema» en las notas sobre normativa contable).

b) Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)

Recoge la posición neta frente al BCE por la aportación y asignación de los ingresos monetarios en el Eurosistema (véase «Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios» en la nota 6 a la cuenta de resultados).

23. Partidas en curso de liquidación

De los 44,97 millones de euros que refleja el saldo de este grupo de cuentas, 40,66 corresponden a transferencias ordenadas por entidades de crédito pendientes de abono al cierre del ejercicio, cuenta a la que se debe también la parte más importante de la disminución del grupo respecto a 2001 (37,66 millones de un total de 45,09).

24. Otros pasivos. Diferencias por valoración de partidas de fuera del balance

Véase la nota número II del balance.

25. Otros pasivos. Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados

Las partidas más significativas de este subgrupo de cuentas, cuyo importe total asciende a 320,30 millones de euros, corresponden a los intereses a pagar no vencidos (223,08 millones de euros) y a los beneficios, ordinarios y presistema, imputables a la venta de divisas en operaciones a plazo que se encuentran pendientes de ejecución (91,24 millones), y que, por tal motivo, se consideran no realizados hasta el vencimiento de aquellas.

26. Otros pasivos. Diversos

Las partidas más relevantes de este subgrupo de cuentas son las relativas a las cuentas «Mutualidad de empleados del Banco de España.—Por aportaciones a pagar», cuyo importe, 340,75 millones de euros, se ha reducido en 20,38 millones de euros durante el ejercicio, y los «Intereses acreedores liquidados pendientes de aplicación», correspondientes al crédito otorgado en su día a la Seguridad Social, cuyo saldo al cierre del ejercicio ascendía a 100,39 millones de euros, con una disminución de 50,19 millones respecto al ejercicio anterior (9).

27. Provisiones

Excepto las provisiones riesgo-país, que se presentan en balance minorando el valor de los activos correspondientes, el resto se registra en el presente grupo, con el detalle siguiente:

	(En millones de euros)	
	2002	2001
Por cobertura de riesgos por tipo de cambio.—Cta. pre-sistema	3.767,58	3.767,58
Por prejubilaciones y jubilaciones	128,78	—
Por riesgos y gastos diversos	107,94	100,54
Por otros motivos	0,22	0,28
TOTAL	4.004,53	3.868,40

La cuenta de provisiones más relevante es la relativa a la «Cobertura de riesgos por tipo de cambio.—Cuenta pre-sistema», creada por acuerdo de la Comisión Ejecutiva de 26 de enero de 1999. El objeto de esta provisión es cubrir el riesgo por tipo

(9) En «II.2. Notas explicativas al Balance» se hace referencia a este crédito en la 7.b).

de cambio de las reservas exteriores del Banco de España. Hay que señalar que el saldo de esta cuenta, con la autorización de la Comisión Ejecutiva de fecha 24 de septiembre de 2002, se ha mantenido invariable en el ejercicio, habiendo desaparecido el riesgo relativo a las posibles contingencias por minusvalías latentes de las reservas transferidas al BCE, con lo que se ha reforzado el nivel de cobertura de la posición en moneda extranjera del Banco.

El incremento experimentado por las otras provisiones (136,12 millones) se ha debido, fundamentalmente, a la cobertura de pagos que se han de realizar en los próximos años por prejubilaciones pactadas por el Banco de España con sus empleados, en agosto de 2002, con motivo del cierre de 30 sucursales del Banco entre el 31.12.2002 y el 31.12.2004.

28. Cuentas de revalorización

Este grupo incluye las revalorizaciones procedentes de plusvalías no realizadas en activos y pasivos financieros. Su detalle es el siguiente:

Clases de cuentas	(En millones de euros)	
	2002	2001
Cuentas de revalorización pre-sistema	3.727,85	3.879,02
Por diferencias de tipo de cambio	909,43	980,19
Por diferencias de precio	2.818,43	2.898,83
<i>Oro</i>	<i>2.565,39</i>	<i>2.565,53</i>
<i>Valores en moneda extranjera</i>	<i>2,47</i>	<i>11,55</i>
<i>Deuda pública anotada</i>	<i>250,57</i>	<i>321,75</i>
Cuentas de revalorización ordinaria	3.100,69	6.788,54
Por diferencias de tipo de cambio	638,11	4.949,37
Por diferencias de precio	2.462,58	1.839,17
<i>Oro</i>	<i>1.353,99</i>	<i>1.154,81</i>
<i>Valores en moneda extranjera</i>	<i>896,68</i>	<i>588,42</i>
<i>Deuda pública anotada</i>	<i>210,94</i>	<i>95,94</i>
<i>Otros</i>	<i>0,97</i>	<i>—</i>
TOTAL	6.828,55	10.667,56

La diferenciación entre cuentas de revalorización pre-sistema y ordinarias obedece a que, en las primeras, se recogieron las plusvalías latentes que existían al cierre del ejercicio 1998 (inmediatamente antes del comienzo de la Unión Monetaria) y, en las segundas, las que se producen desde dicha fecha.

Las cuentas de revalorización pre-sistema han disminuido en el ejercicio en 151,17 millones de

euros, por los motivos e importes que figuran en el cuadro siguiente:

(En millones de euros)

Cuentas de revalorización pre-sistema	Causas de la variación en 2002		Total
	Por materialización de plusvalías en ventas y amortizaciones	Por compensación de minusvalías latentes	
Por diferencias de tipo de cambio	-45,57	-25,19	-70,76
Por diferencias de precio	-80,40	—	-80,40
Oro	-0,14	—	-0,14
Valores en moneda extranjera	-9,09	—	-9,09
Deuda pública anotada	-71,18	—	-71,18
TOTAL	-125,97	-25,19	-151,17

Por otro lado, las cuentas de revalorización ordinaria han experimentado una disminución de 3.687,85 millones de euros. En el cuadro siguiente se detallan las causas de su variación:

Causas de la variación	Millones de euros
Por diferencias de tipo de cambio	-4.311,26
Por diferencias de precio	623,41
Oro	199,18
Valores en moneda extranjera	308,26
Deuda pública anotada	115,00
Otros	0,97
TOTAL	-3.687,85

29. Capital

El capital del Banco de España, constituido de acuerdo con lo previsto en el Decreto-Ley 18/1962, de 7 de junio, asciende a 1,37 millones de euros, sin variación en el ejercicio.

30. Reservas

Se incluyen en este subgrupo, sin variación en el ejercicio, el importe del capital, reservas y resultados derivados de la integración, en 1973, del extinto Instituto Español de Moneda Extranjera en el Banco de España.

31. Beneficios del ejercicio

Los beneficios netos del ejercicio, una vez deducida la dotación al Fondo de Atenciones Benéficas Sociales (4,40 millones de euros), han ascendido a 2.196,25 millones de euros, inferiores en un 54,2% a los de 2001. Del citado importe, 1.156,34 millones

fueron ingresados en el Tesoro el 4 de noviembre de 2002, de acuerdo con lo dispuesto en el Real Decreto 1080/2002, de 22 de octubre.

A lo largo del ejercicio también se ingresaron en el Tesoro las cantidades que se citan, correspondientes a los beneficios de 2001:

- El día 1.2.2002, 2.055,78 millones de euros, hasta alcanzar el 90% de los beneficios de 2001, que ascendieron a 4.793,49 millones de euros.
- El día 26.7.2002, una vez aprobado por el Consejo de Ministros el Balance y Cuenta de Resultados del año 2001, 479,35 millones de euros, como importe restante de los beneficios de dicho ejercicio.

El detalle de los diferentes componentes que integran los beneficios de 2002 figura en el apartado II.3 siguiente, relativo a la Cuenta de Resultados.

II.3. NOTAS EXPLICATIVAS A LA CUENTA DE RESULTADOS

I. Ingresos por intereses

Este apartado incluye los ingresos por intereses devengados por los principales activos del Banco de España. Su composición, en ambos ejercicios, ha sido la siguiente:

(En millones de euros)

	Moneda extranjera		Euros		Total	
	2002	2001	2002	2001	2002	2001
Valores	949,52	1.659,58	179,06	175,04	1.128,58	1.834,62
Otros activos	161,16	183,94	1.413,58	1.992,04	1.574,73	2.175,98
TOTAL	1.110,68	1.843,52	1.592,64	2.167,08	2.703,31	4.010,60

De los intereses de las inversiones en moneda extranjera, 1.110,68 millones de euros, su mayor parte, 1.004,72 millones (90,46%), procede de inversiones en dólares USA, en las que se ha mantenido un saldo medio de 27.533,11 millones de dólares, con una rentabilidad media del 3,7%, frente al 5,6% del año 2001. El resto de intereses se ha originado por inversiones mucho menos relevantes en DEG, dólares canadienses y otras inversiones menores en otras divisas.

En relación con los intereses de las inversiones en euros (1.592,64 millones), cabe señalar que provienen de los siguientes activos:

(En millones de euros y %)

Activos	Inversión media	Intereses	Rentabilidad media en 2002
Créditos a entidades por operaciones de política monetaria	14.780,42	493,97	3,3%
Saldo neto frente al BCE por operaciones TARGET	22.508,95	746,06	3,3%
Saldo neto frente al BCE por cuentas relacionadas con la asignación de billetes euro en el Eurosistema	1.290,53	43,19	3,3%
Activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE	4.446,75	125,28	2,8%
Cartera de deuda anotada	3.669,69	178,70	4,8%
Otros	—	5,44	—
TOTAL	46.696,34	1.592,64	3,4%

De la reducción del total de los ingresos por intereses denominados en euros (574,44 millones), casi el 80% se ha debido a la caída de la rentabilidad media en estos activos (pasó del 4,3% en 2001 al 3,4% en 2002), correspondiendo el resto a la disminución de la inversión media (49.160,06 millones en 2001). Hay que señalar también que, en 2002, el importe correspondiente a los intereses devengados los días con saldo neto deudor de las cuentas intra-Eurosistema relacionadas con la asignación de billetes en el Eurosistema ascendió a 43,19 millones de euros.

2. Gastos por intereses

Incluye los gastos por intereses devengados por los pasivos que se citan a continuación y con el detalle siguiente:

(En millones de euros y %)

	Financiación media	Gastos por intereses		Coste medio en 2002
		2002	2001	
Remuneración de las reservas mínimas	11.163,43	367,88	452,47	3,3%
Depósitos de Administraciones Públicas	11.883,92	386,30	456,31	3,3%
Saldo neto frente al BCE por cuentas relacionadas con la asignación de billetes en el Eurosistema	5.514,97	182,84	—	3,3%
Pasivos en moneda extranjera	802,79	15,78	29,49	1,9%
Otros pasivos en euros y moneda extranjera	—	3,39	27,80	—
TOTAL	29.365,11	956,19	966,07	3,2%

La disminución del gasto frente al ejercicio anterior, 9,88 millones de euros, se ha debido, sobre todo, a la caída del coste medio de la financiación recibida (3,2% en 2002, frente al 4,3% en 2001), que ha sido el factor fundamental de la reducción del coste de las reservas mínimas (84,59 millones) y de

los depósitos de las Administraciones Públicas (70,01 millones), y, en menor medida, por intereses pagados sobre pasivos en moneda extranjera (40,95 millones de euros). Estas reducciones en los gastos se han visto compensadas por el importe de la remuneración correspondiente a los días con saldo neto deudor de las cuentas intra-Eurosistema relacionadas con la asignación de billetes en el Eurosistema, que ascendió a 182,84 millones de euros.

3. Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras

Recoge los resultados producidos en la compra-venta de activos financieros. En el ejercicio de 2002 han ascendido a 727,99 millones de euros, procedentes, fundamentalmente, de las siguientes fuentes:

- Las ganancias por tipo de cambio en venta de divisas se elevan a 361,32 millones de euros, de los cuales 292,60 millones corresponden a beneficios del ejercicio y el resto, 68,72 millones, corresponden a la realización de plusvalías latentes que ya existían el 31.12.1998.

De los mencionados 361,32 millones, 195,08 millones se derivan de la venta de dólares USA, que a lo largo del período ha ascendido a 886,97 millones de dólares, así como a la materialización de los procedentes de operaciones a plazo, 138,08 millones. El resto de ganancias corresponde, fundamentalmente, a la venta neta de DEG (20,02 millones de euros), siendo la de otras divisas de 8,14 millones.

- Las ganancias netas por precio, derivadas de la compraventa de valores extranjeros, importan 358,16 millones de euros, correspondiendo su totalidad a la venta de valores denominados en dólares USA.

Del total de 358,16 millones, 349,07 millones corresponden a las plusvalías realizadas en el presente ejercicio, y el resto (9,09 millones) corresponde a la realización de plusvalías latentes existentes a 31 de diciembre de 1998.

Con respecto al ejercicio anterior, las ganancias netas en estas operaciones han experimentado una disminución de 1.320,08 millones de euros, de los que 1.294,73 corresponden a la disminución del beneficio por tipo de cambio, y 25,35 millones, a la disminución del beneficio por precio.

- La disminución del beneficio por tipo de cambio se ha producido, fundamentalmente, como resultado de la depreciación del dólar USA frente al euro aplicada sobre un menor volumen de ventas de dólares USA (3.899,00 millones de dólares en 2001, frente a 886,97 millones en 2002). Adicionalmente, la imputación de resultados por operaciones a plazo en dólares USA ha sido inferior en 253,28 millones de euros en 2002, respecto a la correspondiente a 2001, que ascendía a 391,36 millones de euros.
- La disminución del beneficio por precio se ha producido, básicamente, en las ventas de valores de renta fija en dólares USA y dólares canadienses, debido, en el primer caso, a la realización de menores plusvalías pre-sistema y, en el segundo, a no haberse llevado a cabo venta alguna en esta última divisa en 2002.

4. 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 telefónico en operaciones con valores, etc.). Su detalle es el siguiente:

(En millones de euros)

	Ingresos		Gastos	
	2002	2001	2002	2001
Operaciones exteriores	0,96	0,56	-1,18	-1,17
Operaciones interiores	15,92	13,35	-0,69	-0,49
TOTAL	16,88	13,91	-1,86	-1,66

El incremento de ingresos por honorarios registrado en 2002 (21,3%) se ha debido, sobre todo, al incremento de las tarifas por operaciones a través del Servicio de Liquidación.

5. Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones

Del importe total registrado, 228,65 millones de euros, 226,58 millones provienen del BCE. De ellos, 160,03 millones corresponden al reparto del beneficio del ejercicio 2001, que se ha producido en 2002. También se incluye en esta rúbrica la distribución de los ingresos del BCE por billetes euro, que asciende

a 66,54 millones de euros (véase «Billetes en circulación» en las notas sobre normativa contable).

6. Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios

En 2002, los ingresos monetarios de cada BCN se determinaron multiplicando la base monetaria de cada uno de ellos por el tipo de interés de las operaciones principales de financiación. La base de pasivos se compone de los siguientes epígrafes: billetes en circulación (tanto los billetes euro como los billetes nacionales no canjeados); depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito en relación con operaciones de política monetaria; pasivos intra-Eurosistema por operaciones TARGET, cuando su saldo sea acreedor; y pasivos intra-Eurosistema relacionados con la emisión de billetes euro en el Eurosistema, cuando su saldo sea acreedor. Cualquier interés pagado por pasivos incluidos en la base monetaria se deducirá de los ingresos monetarios a poner en común. Los ingresos monetarios puestos en común por el Eurosistema se asignarán entre los BCN de acuerdo con su clave en el capital suscrito del BCE. La diferencia entre los ingresos monetarios puestos en común por el Banco de España, que ascienden a 1.124,86 millones de euros, y los asignados al Banco de España, que ascienden a 1.057,01 millones de euros, es el resultado neto del proceso de cálculo de los ingresos monetarios.

7. Otros ingresos

Recoge los ingresos y quebrantos que no tienen cabida en otros epígrafes, así como otros de carácter excepcional y diverso. Su detalle es el siguiente:

(En millones de euros)

Descripción	2002	2001
Beneficios deuda pública anotada	76,57	30,59
Resultados extraordinarios	67,70	43,20
Diversos	0,61	1,23
TOTAL	144,87	75,02

De los beneficios relativos a la cartera de Deuda Pública, 71,18 millones corresponden a beneficios pre-sistema procedentes de las plusvalías correspondientes a la deuda amortizada en el ejercicio y el resto, 5,39 millones, a resultados del ejercicio. En conjunto, estos beneficios han superado en 45,98 millones a los obtenidos por este concepto en 2001.

Los resultados extraordinarios, por importe de 67,70 millones de euros, se han producido fundamentalmente por el cobro a la Seguridad Social de intereses devengados en ejercicios anteriores (50,19 millones) y por la venta de la plata (27,65 millones), compensados por el quebranto relativo al aumento de la provisión para el socorro por fallecimiento y jubilación (5,91 millones) y por el resultado negativo del canje de billetes que perdieron poder liberatorio entre la fecha de publicación de la Ley de Autonomía del Banco de España y el 31.12.2001 (6,91 millones).

8. Gastos de personal

Esta partida se ha incrementado en 13,24 millones de euros, debido, fundamentalmente, a los trabajos extraordinarios que han debido efectuarse con motivo del canje de la peseta por el euro.

9. Gastos en bienes y servicios (10)

Recoge los gastos ocasionados por la adquisición de bienes corrientes, así como de servicios diversos recibidos durante el ejercicio. Los más relevantes son los gastos de oficina —incluidos los gastos informáticos—, que ascendieron a 32,38 millones de euros, y los gastos en inmuebles —dentro de los que destacan los de su mantenimiento—, que ascendieron a 15,88 millones de euros.

Su detalle es el siguiente:

Descripción	(En millones de euros)	
	2002	2001
Gastos de oficina	-32,38	-26,94
Gastos de inmuebles	-15,88	-13,65
Transportes y comunicaciones	-5,65	-4,82
Vigilancia y seguridad	-6,14	-5,52
Gastos de formación y becas	-1,67	-1,68
Gastos diversos de funcionamiento	-8,19	-13,54
Tributos	-0,87	-0,81
TOTAL	-70,78	-66,96

Dentro de «Gastos diversos de funcionamiento» se incluyen 112.165,04 euros (IVA incluido) correspondientes a los honorarios de los auditores externos, PricewaterhouseCoopers, SL, por la realización, en 2002, de las auditorías sobre cuentas anuales del Banco, así como sobre la gestión, por parte del Banco de España, de las reservas del Banco Central Eu-

(10) Dado que en el modelo armonizado de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias para el SEBC no se ha previsto explicar los «tributos», estos se incluyen en este apartado.

ropeo. Asimismo, se han satisfecho a la citada empresa otros 159.068,48 euros por la adquisición de productos y servicios informáticos.

10. Amortización del inmovilizado

Recoge el gasto por la depreciación estimada en los activos fijos del Banco, con el siguiente detalle:

Descripción	(En millones de euros)	
	2002	2001
Amortizaciones de inmuebles	-8,73	-8,78
Amortización de elementos de transporte	-0,26	-0,12
Amortización de muebles y equipo de oficina	-9,78	-7,30
Amortización de aplicaciones informáticas	-2,49	-2,28
Otros gastos amortizables	—	-0,02
TOTAL	-21,25	-18,50

11. Costes de producción de billetes

Su importe (115,23 millones de euros) corresponde a los gastos que satisface el Banco de España por la adquisición de billetes, esencialmente, a la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre. Su disminución respecto al ejercicio anterior (51,74 millones de euros) se ha debido al menor volumen de billetes denominados en euros adquiridos por el Banco, en comparación con el extraordinario volumen que fue necesario comprar en 2001 para atender al canje masivo de los billetes de peseta desde el 1.1.2002.

12. Otros gastos

Recoge gastos extraordinarios originados por el proceso de canje de la peseta/euro, en especial los relacionados con los costes de transporte y distribución.

13. Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones

Su importe, 175,43 millones de euros, supera al del ejercicio anterior en 127,37 millones, debido, fundamentalmente, a las dotaciones efectuadas a los fondos de provisión especiales para atender a pagos futuros por prejubilaciones, relacionados con el acuerdo alcanzado por el Banco con sus empleados en agosto de 2002 y otras provisiones por jubilaciones (128,78 millones). Incluye, además, gastos derivados de los compromisos de pago con la Mutualidad de Empleados del Banco de España (39,72 millones de euros), la dotación a la provisión por riesgo-país para la cobertura, al 100%, de los créditos concedi-

dos a través del Convenio Bilateral con Cuba (2,38 millones de euros) y la aportación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales (4,40 millones). El Banco de España, al prestar servicios financieros, no es una empresa con un alto riesgo medioambiental. Durante el ejercicio no se ha considerado necesario registrar ninguna dotación para riesgos y cargas de carácter medioambiental.

14. Beneficio del ejercicio

Con el detalle y por las causas señaladas en las notas anteriores, el beneficio del ejercicio 2002 ha ascendido a 2.196,25 millones de euros, un 54,2% inferior al del ejercicio precedente.

Como se detalla en el cuadro siguiente, del citado importe, y en aplicación del Real Decreto 1080/2002, con fecha 3 de febrero de 2003 se han ingresado en el Tesoro 820,28 millones de euros, correspondientes al importe necesario para alcanzar (considerando el anticipo efectuado el 4 de noviembre de 2002, de 1.156,34 millones) el 90% de los beneficios del Banco al 31.12.2002.

		(En millones de euros)	
1.	Beneficios del ejercicio de 2002		2.196,25
2.	Ingresos efectuados en el Tesoro:		
	— el 4.11.2002, por el 70% de los beneficios a 30.9.2002	1.156,34	
	— el 3.2.2003, por la diferencia con el importe anterior para alcanzar el 90% de los beneficios a 31.12.2002	820,28	1.976,62
3.	Beneficios pendientes de ingreso, en su caso, en el Tesoro (11)		219,62
TOTAL (2 + 3)			2.196,25

III. INFORMACIÓN ESPECÍFICA SEGÚN EL ARTÍCULO 4 DE LA LEY DE AUTONOMÍA DEL BANCO DE ESPAÑA

I. Aportaciones efectuadas por el Banco a los Fondos de Garantía de Depósitos (artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994)

La aportación del Banco de España a los Fondos de Garantía de Depósitos está regulada por el artículo 3.º

(11) Una vez aprobadas por el Gobierno las cuentas anuales de este ejercicio 2002, se efectuará el ingreso en el Tesoro del importe restante que proceda.

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 2002, el Banco de España no hizo aportación alguna a los Fondos de Garantía de Depósitos.

2. Lucro cesante

En el siguiente cuadro se muestran los créditos vivos durante 2002, 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 %)

Saldos medios de los créditos vivos durante 2002, cuyos tipos han resultado inferiores a los de referencia				
Título	Saldo medio estimado en 2002	Tipo de interés percibido (%)	Tipo de interés de referencia (%)	Lucro cesante estimado
Endeudamiento neto del Estado	8.514,82	0,00	3,27	278,43
Créditos a la Seguridad Social	1.535,50	0,00	3,27	50,21
Préstamos vivienda y anticipos a empleados	132,14	1,95	3,27	1,75
<i>Préstamos vivienda</i>	111,08	2,32	3,27	1,06
<i>Anticipos reintegrables</i>	21,06	0,00	3,27	0,69
TOTALES	10.182,46	0,02	3,27	330,39

En el epígrafe «Endeudamiento neto del Estado» se incluye el saldo medio anual, en base diaria, de los créditos singulares otorgados al Estado antes de 1994 y de los depósitos mantenidos por el Tesoro en el Banco de España cuando arroja un saldo neto a favor de esta entidad.

En cuanto a los créditos a la Seguridad Social, la disposición transitoria sexta de la Ley 41/1994, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1995, al establecer las condiciones de amortización de determinados créditos a la Seguridad Social, estableció que «los citados créditos no devengarán interés alguno a partir del 1 de enero de 1995».

Finalmente, los préstamos de vivienda y anticipos a los empleados corresponden a los concedidos en virtud de los convenios colectivos firmados por el Banco de España con los mismos.

El tipo de referencia utilizado para estimar el lucro cesante implícito en todos ellos ha sido la media mensual del tipo de interés de las operaciones principales de financiación durante el ejercicio.

En el ejercicio de 2002, es preciso hacer mención, además, a los préstamos no remunerados concedidos con carácter excepcional el 1 de enero de 2002 a las entidades de crédito, que se otorgaron en

aplicación de la Orientación aprobada para el Euro-sistema por el Consejo de Gobierno del BCE (BCE/2001/1) para financiar las tenencias de los billetes euro predistribuidos a las mismas hasta el 31.12.2001 por todos los bancos centrales nacionales. En el caso de España, su importe ascendió a 10.325,39 millones de euros, y fue abonado por las entidades de crédito en tres pagos iguales efectuados los días 2, 23 y 30 de enero de 2002.

En este caso, aplicando el tipo medio diario de las operaciones principales de financiación al saldo vivo diario, el importe de los intereses asciende a 16,43 millones de euros.

I. INFORME DE LOS AUDITORES EXTERNOS



Paseo de la Castellana, 43
28046 Madrid
Tel. +34 913 404 400
Fax +34 913 001 566

INFORME DE AUDITORIA DE CUENTAS ANUALES

Al Excmo. Sr. Gobernador y al Consejo de Gobierno del Banco de España

Hemos auditado las cuentas anuales del Banco de España que comprenden el balance de situación al 31 de diciembre de 2002, la cuenta de resultados y la memoria correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha, cuya formulación es responsabilidad del Consejo de Gobierno del Banco. Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las citadas cuentas anuales en su conjunto, basada en el trabajo realizado de acuerdo con las normas de auditoría generalmente aceptadas, que requieren el examen, mediante la realización de pruebas selectivas, de la evidencia justificativa de las cuentas anuales y la evaluación de su presentación, de los principios contables aplicados y de las estimaciones realizadas.

Las cuentas anuales adjuntas presentan, a efectos comparativos, con cada una de las partidas del balance y de la cuenta de resultados, además de las cifras del ejercicio 2002, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere exclusivamente a las cuentas anuales del ejercicio 2002. Con fecha 3 de junio de 2002 emitimos nuestro informe de auditoría acerca de las cuentas anuales del ejercicio 2001 en el que expresamos una opinión favorable.

En nuestra opinión, las cuentas anuales del ejercicio 2002 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 2002 y de los resultados de sus operaciones durante el ejercicio anual terminado en dicha fecha y contienen la información necesaria y suficiente para su interpretación y comprensión adecuada, de conformidad con los principios y normas contables que se indican en el apartado II.1 de la memoria, basados en la normativa contable establecida para los bancos centrales miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales, que guardan uniformidad con los aplicados en el ejercicio anterior.

PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L.

José Wahnón Levy
Socio-Auditor de Cuentas

29 de mayo de 2003

2. INFORME DE LOS CENSORES DE CUENTAS

Los que suscriben, miembros del Consejo de Gobierno del Banco de España, D. José Manuel González-Páramo Martínez-Murillo, D. Eduardo Bueno Campos y D. Jaime Requeijo González, como integrantes de la Comisión de Censura de Cuentas designada por el citado Consejo de Gobierno, hemos recibido el encargo de someter a censura las cuentas de esta Institución correspondientes a 2002.

En virtud de este mandato, la Comisión de Censura de Cuentas 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 2002, elaboradas por el Departamento de Régimen Interior del Banco de España; 2) Estudio de la auditoría del Balance y de la Cuenta de Resultados del Banco de España

correspondientes a 2002, 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 la 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 2002 reflejan fielmente el patrimonio y la situación económica y financiera del Banco de España.

Madrid, a 28 de mayo de 2003.

D. JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO
MARTÍNEZ-MURILLO

D. EDUARDO BUENO CAMPOS

D. JAIME REQUEIJO GONZÁLEZ

ANEJO LEGISLATIVO

Al igual que en informes anteriores, se ofrece a continuación un resumen de las principales normas relativas al sistema financiero español y, en particular, a las competencias del Banco de España (BE), aparecidas durante 2002 y los primeros tres meses del año 2003.

Las nuevas disposiciones aparecen ordenadas con un doble criterio. En primer lugar, se recoge un extracto de las normas legales más significativas, siguiendo un orden cronológico con agrupación mensual.

Cuando varias disposiciones de distinto rango constituyen el desarrollo normativo de un mismo tema, se agrupan en el apartado correspondiente a la fecha de la disposición de mayor rango. Del mismo modo, para facilitar la plena comprensión de la

regulación de algún asunto, cuando se comentan dos o más normas del mismo rango publicadas en diferentes momentos a lo largo del año, se lleva a cabo una agrupación de todas ellas en el apartado correspondiente a la norma más antigua. Estas disposiciones han sido comentadas ampliamente en los artículos trimestrales sobre regulación financiera que se publican en el *Boletín económico* del BE.

En segundo lugar, se ofrece un catálogo sistemático de materias cuya normativa ha sido objeto de modificaciones desde enero de 2002, especificando el mes de la fecha de la norma y el mes en que se publicó el *Boletín económico* donde fueron analizadas.

14.4.2003.

**I. PRINCIPALES NORMAS RELATIVAS AL SISTEMA FINANCIERO ADOPTADAS
DESDE ENERO DE 2002 A MARZO DE 2003**

2002	
ENERO	<p>ENTIDADES DE CRÉDITO: APORTACIONES A LOS FONDOS DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS.—Dadas la situación patrimonial alcanzada por el Fondo de Garantía de Depósitos en las Cajas de Ahorros y las perspectivas del sector, la <i>Orden ECO/136/2002, de 24 de enero</i> (BOE del 30), fijó el importe de las aportaciones anuales de estas entidades (que desde 1996 estaban suspendidas) en el 0,4‰ sobre los depósitos existentes a 31 de diciembre de 2000, conforme a la definición de los depósitos garantizados establecida en el RD 2606/1996, y cuyo desembolso corresponde al año 2001.</p> <p>Por otro lado, se publicaron tres órdenes ministeriales: la <i>Orden ECO/318/2002, de 14 de febrero</i>, por la que se establecen las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios (BOE del 20); la <i>Orden ECO/317/2002, de 14 de febrero</i>, por la que se establecen las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorros (BOE del 20), y la <i>Orden ECO/316/2002, de 14 de febrero</i> (BOE del 20), por la que se establecen las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos en Cooperativas de Crédito, cuya novedad más importante es que, por primera vez, la base sobre la que se calculan las aportaciones está integrada conforme a lo regulado en el RD 948/2001 de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de inversores, tanto por los depósitos garantizados como por los valores garantizados, estos últimos ponderados por su factor de conversión, conforme a lo reflejado en el artículo 3.2 del RD 2606/1996, modificado por el RD 948/2001. Esta normativa se aplicará —en todos los casos— a las aportaciones realizadas a partir del pasado 1 de enero.</p> <p>DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE EL AÑO 2002 Y ENERO DE 2003.— Como viene siendo habitual en estas fechas, se publicaron el <i>RD 61/2002, de 18 de enero</i> (BOE del 29), por el que se dispone la creación de deuda pública durante el año 2002 y enero de 2003; la <i>Orden ECO/126/2002, de 24 de enero</i> (BOE del 29), que desarrolla el RD 61/2002, y por la que se delegan determinadas facultades en el Director General del Tesoro y Política Financiera, y dos <i>Resoluciones de 25 de enero de 2002</i> (BOE del 29 y del 30), de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, 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 2002 y el mes de enero de 2003.</p> <p>En sentido amplio, se prevé la continuidad de los mismos instrumentos, técnicas, prácticas y demás elementos que estableció el Real Decreto 39/2001, de 19 de enero, para el año 2001. Por otro lado, la deuda que se emita o contraiga por el Estado durante todo el año en curso en todas las modalidades de deuda del Estado no superará el límite de incremento que para la citada deuda establece la Ley 23/2001, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2002. Este será extensible al mes de enero del 2003, en las condiciones establecidas, hasta el límite del 15% del total autorizado para el año 2002, computándose los importes así emitidos dentro del límite que contemple la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2003.</p> <p>En cuanto a la formalización de la deuda pública, esta adoptará, como en años anteriores, las modalidades de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, representándose en todos los casos, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta.</p> <p>Respecto a las letras del Tesoro, para el año 2002 se mantiene la emisión a doce y dieciocho meses, sin perjuicio de que se puedan efectuar emisiones adicionales a plazos diferentes, si razones de gestión o técnicas de los mercados así lo aconsejaran. Por otro lado, para incrementar el volumen de las referencias emitidas y mejorar, con ello, su liquidez en el mercado secundario, se continúa con la agrupación de vencimientos iniciada el año anterior, de forma que su periodicidad pasará, a partir del próximo mes de agosto, de dos a cuatro semanas. Asimismo, para concentrar la demanda en un menor número de emisiones, dada la menor necesidad de financiación que conlleva la política de control presupuestario objetivo de la Ley 18/2001, de 12 de diciembre, General de Estabilidad Presupuestaria, desde el citado mes de agosto también se reduce la periodicidad de las subastas, que tendrán lugar cada cuatro semanas, coincidiendo las fechas de emisión con los vencimientos para facilitar la reinversión a los tenedores.</p> <p>Respecto a los bonos y obligaciones del Estado, se mantiene la obligación de hacer público su calendario anual de subastas ordinarias, pero se considera conveniente flexibilizarlo, con respecto a 2001, de</p>

forma que, aunque se hacen públicas las fechas de las subastas, el plazo de los bonos y obligaciones se establecerá trimestralmente, de acuerdo con los creadores del mercado, en función de las condiciones de los mercados y del desarrollo de las emisiones durante el año. En cualquier caso, si las condiciones del mercado o las necesidades de financiación así lo aconsejaran, el Tesoro podrá decidir, en la Resolución mensual en la que se disponen las emisiones de bonos y obligaciones para el mes siguiente, no emitir en alguno de los plazos que, a título indicativo, se fijaron en el calendario trimestral. También se mantienen los procedimientos de emisión, excepto para las obligaciones del Estado a diez años, en que, para facilitar su difusión en los mercados internacionales, se ha considerado conveniente seguir en las subastas un nuevo procedimiento, que difiere del habitual en la forma utilizada para determinar el precio de adquisición de los valores, y que consiste en adjudicar todas las peticiones aceptadas al precio ofrecido incrementado en el importe del cupón corrido.

Finalmente, cabe reseñar que, durante este primer trimestre, el Tesoro ha realizado una emisión de bonos a quince años por el procedimiento de sindicación y con cupón corto, con objeto de que devengue cupón desde el momento de la emisión.

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DEL SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA.—Se publicó la *CBE 1/2002, de 25 de enero* (BOE de 2 de febrero), que establece que, entre las condiciones y la forma de adhesión a los diferentes subsistemas de intercambios integrados en el Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE), deberá figurar la obligación de las entidades asociadas de asumir solidariamente la responsabilidad derivada de las operaciones realizadas en el subsistema por las entidades a las que representen. Dicha responsabilidad queda limitada a las operaciones intercambiadas en la sesión (o, en su caso, las sesiones) anterior a la fecha de liquidación del SNCE en la que se ha producido el incumplimiento de la liquidación entre entidades asociadas y sus representadas.

Respecto a la pérdida de la condición de entidad miembro y suspensión, la Circular añade que la incoación de un procedimiento de insolvencia a una entidad miembro del SNCE determinará su suspensión inmediata para participar en el mismo desde el momento en que se tenga conocimiento fehaciente de su apertura. A estos efectos, se entenderá incoado un procedimiento de insolvencia a una entidad miembro del SNCE cuando se dicte su declaración de estado de quiebra o se admita a trámite su solicitud de suspensión de pagos.

Por otro lado, se establece el procedimiento que se ha de seguir en el caso de que una entidad participante como asociada decida unilateralmente cesar en la representación de otra participante. En este sentido, cuando una entidad asociada al SNCE desee cesar en la representación de una entidad, lo comunicará al Banco de España y a la entidad afectada, abriéndose desde ese momento un plazo de 35 días naturales para la efectividad de la baja de tal representación, solo interrumpido en el caso de que, a lo largo de dicho plazo, se produzca el incumplimiento de la liquidación del saldo multilateral neto final o la entidad representada disponga de una asociada que asuma su representación. Desde el momento en que la asociada comunique su deseo de cesar en la representación, ambas entidades (asociada y representada) quedarán sujetas a un régimen especial de seguimiento por los servicios correspondientes del Banco de España, con objeto de verificar el cumplimiento puntual de la liquidación del saldo multilateral neto final entre la entidad representada y su asociada. Finalmente, se contemplan los efectos derivados del incumplimiento de la liquidación de posiciones entre entidades asociadas y sus representadas en el SNCE.

MODIFICACIÓN DE LA DIRECTIVA SOBRE DETERMINADOS ORGANISMOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN VALORES MOBILIARIOS.—La *Directiva 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002* (DOCE de 13 de febrero), modificó la *Directiva 85/611/CEE*, del Consejo de las Comunidades Europeas, de 20 de diciembre, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), ampliando los objetivos de inversión de estos organismos, de modo que se les permita invertir en activos que, aunque no sean negociables, sean suficientemente líquidos, es decir, en instrumentos del mercado monetario.

Conforme con lo anterior, y teniendo en cuenta la evolución de los mercados en estos años, la Directiva establece nuevas modalidades de inversión, de forma que las OICVM, además de las ya autorizadas, podrán invertir en: participaciones de OICVM autorizados conforme a la presente Directiva y de otros organismos de inversión colectiva, estén o no situados en un Estado miembro, siempre que

cumplan determinados requisitos; los depósitos en entidades de crédito que sean a la vista o tengan derecho a ser retirados, con vencimiento no superior a doce meses, a condición de que la entidad de crédito tenga su domicilio social en un Estado miembro o, si el domicilio social de la entidad de crédito está situado en un Estado no miembro, esté sujeta a unas normas cautelares que las autoridades competentes de los OICVM consideren equivalentes a las que establece el Derecho comunitario; instrumentos financieros derivados, incluidos los instrumentos equivalentes que requieren pago en efectivo, negociados en un mercado regulado, e instrumentos financieros derivados no negociables en mercados regulados (derivados OTC), con determinadas condiciones; los instrumentos del mercado monetario, negociados en un mercado no regulado, cuando el emisor o emisores de dichos instrumentos estén regulados con fines de protección de los inversores y del ahorro, y siempre que se cumplan determinadas características.

Como contrapartida, el OICVM deberá aplicar unos procedimientos de gestión de riesgos con los que pueda controlar y medir en todo momento el riesgo asociado a cada una de sus posiciones y la contribución de estas al perfil de riesgo global de la cartera y que además permitan una evaluación precisa e independiente del valor de los instrumentos derivados OTC. Asimismo, deberá comunicar regularmente a las autoridades competentes, de conformidad con las normas de desarrollo que definen, los tipos de instrumentos derivados, los riesgos subyacentes, las restricciones cuantitativas y los métodos utilizados para evaluar los riesgos asociados a las transacciones en instrumentos derivados para cada OICVM que gestione. En cuanto a las limitaciones cuantitativas de las inversiones, se establece un límite general del 5% de los activos de los OICVM a las inversiones en valores mobiliarios o instrumentos del mercado monetario emitidos por el mismo organismo. Asimismo, los OICVM no podrán invertir más del 20% de sus activos en depósitos del mismo. Por otro lado, se establece un riesgo máximo de contraparte en operaciones con derivados OTC del 10% de los activos si es entidad de crédito y del 5% en otros casos. Los Estados miembros podrán elevar el límite general del 5% hasta un 10%, como máximo. Sin embargo, el valor total de los valores mobiliarios y los instrumentos del mercado monetario poseídos por el OICVM en los emisores en los que invierta más del 5% de sus activos, no podrá superar el 40% del valor de los activos del OICVM. Estos límites generales podrán ser elevados por los Estados miembros hasta el 35%, dependiendo del tipo de instrumento, del emisor o de las circunstancias de los mercados.

MODIFICACIÓN DE LA DIRECTIVA SOBRE DETERMINADOS ORGANISMOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN VALORES MOBILIARIOS, CON VISTAS A LA REGULACIÓN DE LAS SOCIEDADES DE GESTIÓN Y LOS FOLLETOS SIMPLIFICADOS.—La *Directiva 2001/107/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002* (DOCE 041/2002, de 13 de febrero), modificó la *Directiva 85/611/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas, de 20 de diciembre*, relativa a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), para suplir sus carencias en relación con la regulación de las sociedades de gestión y con los folletos simplificados.

El planteamiento adoptado por la Directiva es similar al establecido en la doctrina comunitaria respecto al espacio único en el ámbito de los servicios financieros, es decir, llevar a cabo la armonización básica necesaria y suficiente para garantizar el reconocimiento mutuo de la autorización y de los sistemas de supervisión cautelar, haciendo posible la concesión de una *única autorización* válida en toda la Unión Europea y la aplicación del principio de *supervisión por el Estado miembro de origen*. Al mismo tiempo, la autorización concedida en el Estado miembro de origen de la sociedad de gestión debía garantizar la *protección de los inversores* y la *solvencia* de las sociedades de gestión, con vistas a contribuir a la estabilidad del sistema financiero. En virtud del principio de reconocimiento mutuo, debe permitirse a las sociedades de gestión autorizadas en su Estado miembro de origen la prestación, en toda la Unión Europea, de los servicios para los cuales hayan recibido autorización, ya sea mediante el establecimiento de sucursales o en régimen de libre prestación de servicios.

Cabe señalar que la Directiva 85/611/CEE limitaba el ámbito de actividad de las sociedades de gestión exclusivamente a la gestión de fondos comunes de inversión y de sociedades de inversión (gestión de carteras colectivas). Atendiendo a la evolución reciente de la legislación de los Estados miembros, y a fin de permitir que las mencionadas sociedades aprovechen importantes economías de escala, la Directiva 2001/107/CE revisa esta restricción, permitiendo que dichas sociedades se dediquen también a la gestión de carteras de inversión de clientes individuales (gestión de carteras individuales), incluida la *gestión de fondos de pensiones*, así como ciertas actividades accesorias específicas relacionadas con la actividad principal.

2002

La Directiva aprovecha para actualizar la normativa referente a las sociedades de inversión, y, en concreto, a aquellas que no hayan designado una sociedad de gestión, en cuyo caso se les exigirían condiciones de acceso y ejercicio de la actividad similares a estas últimas.

Finalmente, a fin de atender a la evolución de las obligaciones relativas a la información de los partícipes que figuran en la Directiva 85/611/CEE, tanto la sociedad de gestión, para cada uno de los fondos de inversión que administre, como la sociedad de inversión deberán publicar un folleto simplificado, además del folleto completo existente. Este nuevo folleto debe ser de fácil utilización por los inversores y representar, por tanto, una valiosa fuente de información para el inversor medio. Dicho folleto debe ofrecer información fundamental sobre los OICVM de forma clara, sintética y fácilmente comprensible. No obstante, el inversor deberá ser informado en cualquier caso, mediante la inclusión de una indicación apropiada en el folleto simplificado, de que el folleto completo y los informes anuales y semestrales del OICVM, que podrá obtener sin ningún gasto previa solicitud, contienen información más detallada. Asimismo, el folleto simplificado deberá ofrecerse siempre gratuitamente a los suscriptores antes de la celebración del contrato.

FEBRERO

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE LOS CREADORES DE MERCADO.—La *Resolución de 20 de febrero de 2002* (BOE del 26), de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (en adelante, el Tesoro), redefinió las condiciones de colaboración de los creadores de mercado con el Tesoro en lo que se refiere a la actividad de colocación de valores de deuda pública en el mercado primario y a su negociación en el mercado secundario. Además, se eliminó la figura de entidad negociante de deuda pública del Reino de España, regulada por la Resolución de 4 de marzo de 1999, al estimar que han cambiado las condiciones que justificaron su aparición.

Las motivaciones detrás de la reforma del régimen aplicable a los creadores son las mismas que vienen impulsando las principales reformas normativas en materia de mercados financieros en los últimos años: la implantación de la moneda única y la introducción de las nuevas tecnologías de la información en los mercados de capitales, que dan lugar a un aumento de competencia al que los agentes deben hacer frente. En el caso del Tesoro, el principal emisor de valores en España, parece conveniente reforzar la actividad de los creadores en el mercado de deuda del Estado para que esta no pierda atractivo en términos de liquidez.

Respecto al procedimiento para el acceso a la condición de creador, la Resolución aclara determinados aspectos de la normativa anterior. Así, además de la solicitud presentada por las entidades interesadas y una memoria en la que se expondrán los medios técnicos y humanos para la realización de las actividades inherentes a la condición de creador, el Tesoro podrá solicitar la información adicional que estime conveniente, así como las aclaraciones sobre la información presentada que resulten pertinentes a efectos de asegurar la solvencia de las entidades solicitantes, el compromiso de las mismas con el mercado español de deuda pública y, en su caso, la veracidad de la información facilitada.

Por otro lado, se mantienen los mismos derechos contemplados en la Resolución de 11 de febrero, es decir, participación en las subastas del Tesoro y acceso a las segundas vueltas, entre otros. Durante la segunda vuelta, cada creador podrá presentar peticiones, que serán adjudicadas al precio medio ponderado redondeado resultante de la fase de subasta. El importe que el Tesoro emitirá como máximo en la segunda vuelta para cada bono será del 24% del nominal adjudicado (antes era el 20%) en la fase de subasta de ese mismo bono. Finalmente, los creadores son los únicos autorizados para segregar y reconstituir valores. No obstante, se modifican sustancialmente las obligaciones de los creadores de mercado en lo que se refiere al hecho de garantizar la liquidez del mercado secundario. Así, en las reuniones del Tesoro y los creadores se definirán los cinco bonos que se consideran referencia del mercado (*benchmark*) y, como novedad, tres cestas adicionales de bonos. Cada cesta contendrá un mínimo de cinco bonos u obligaciones segregables que no sean referencia (*benchmark*), así como bonos que se pueden cotizar en sustitución de los *strips* y del contrato de MEFF. Los creadores se dividirán en tres grupos homogéneos, debiendo cada uno de los grupos cotizar todos los bonos referencia del mercado y todos los de la cesta que se le asigne, estando obligados a respetar las condiciones de diferenciales máximos de demanda-oferta (expresados en céntimos sobre el precio) y volúmenes mínimos cotizados (en millones de euros), tal como señala la Resolución. También tendrán que cotizar, obligatoriamente, dos cupones o principales segregados (*strips*), de acuerdo con las condiciones de diferencial máximo (expresado en puntos básicos de rentabilidad) y volumen (en millones de euros) que fija la norma. Además,

2002	
	<p>cada creador deberá cotizar dos referencias adicionales, que serán, o bien <i>strips</i>, o bien los dos bonos sustitutivos de los <i>strips</i> que se asignen a la cesta de bonos correspondiente al grupo de creadores en cuestión.</p> <p>Por otro lado, se mantendrán cotizaciones del contrato de MEFF sobre el bono nacional a diez años, con un diferencial máximo entre los precios de compra y venta de 8 <i>ticks</i> y unas cantidades mínimas de 60 contratos para cada una de las posiciones. Los creadores podrán sustituir este requisito por la cotización de un bono que será fijado en las reuniones del Tesoro y los creadores.</p> <p>Finalmente, los creadores deberán asegurar con su actuación el buen funcionamiento del mercado, respetando las obligaciones operativas que se establezcan. En concreto, se tomarán las medidas necesarias para asegurar el mantenimiento de la estanqueidad entre la operativa de los miembros del sistema electrónico de negociación y terceros.</p>
MARZO	<p>NUEVOS PROCEDIMIENTOS, TRÁMITES, SISTEMAS NORMALIZADOS Y PREIMPRESOS PARA HACER EFECTIVO EL EJERCICIO DE DERECHOS, ACCIONES Y COMUNICACIONES A TRAVÉS DE TÉCNICAS TELEMÁTICAS EN EL ÁREA DE LAS ENTIDADES ASEGURADORAS Y FONDOS DE PENSIONES.—En la <i>Orden ECO/586/2002, de 8 de marzo</i> (BOE 065/2002, de 16 de marzo), se incluyeron nuevos procedimientos, trámites, sistemas normalizados y preimpresos para hacer efectivo el ejercicio de derechos, acciones y comunicaciones a través de técnicas electrónicas, informáticas y telemáticas en el área de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. Estos son, entre otros, los siguientes: la remisión por las entidades aseguradoras de la información estadístico-contable trimestral y anual; la remisión por las entidades obligadas a formular cuentas consolidadas de la información estadístico-contable consolidada; la remisión por las entidades obligadas de los grupos consolidables de entidades aseguradoras de la información estadístico-contable semestral, y la remisión por las entidades gestoras de fondos de pensiones de la documentación estadístico-contable anual de las entidades gestoras y de los planes y fondos de pensiones.</p> <p>LOS INSTRUMENTOS Y PROCEDIMIENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA.—La Orientación del BCE de 31 de agosto de 2000, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, recogía los principios, los instrumentos y los procedimientos de aplicación de la política monetaria única en la zona euro. Asimismo, los BCN debían adoptar las medidas necesarias para ajustar las operaciones de política monetaria a los criterios establecidos en la citada Orientación. La <i>Orientación del BCE de 7 de marzo de 2002</i> (DOCE 185/2002, de 15 de julio) modificó la Orientación de 31 de agosto, con el fin de revisar su terminología, introducir ciertas precisiones e incorporar las últimas disposiciones publicadas sobre la política monetaria del Eurosistema; en especial, las que afectaron a la modificación del coeficiente de reservas mínimas mediante el Reglamento 690/2002 del BCE, de 18 de abril de 2002. Finalmente, cabe reseñar que el anexo I de la Orientación BCE/2000/7, titulado <i>La política monetaria única en la tercera fase - Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema</i>, fue sustituido por <i>La política monetaria única en la Unión Económica y Monetaria - Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema</i>.</p>
ABRIL	<p>BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DEL COEFICIENTE DE RESERVAS MÍNIMAS.—El <i>Reglamento 690/2002 del BCE, de 18 de abril de 2002</i> (DOCE n.º L 106, de 23 de abril), modificó el Reglamento 2818/1998 del BCE, de 1 de diciembre, relativo a la aplicación de las reservas mínimas, con el fin de incorporar ciertas modificaciones en su articulado, así como las novedades introducidas en las normas comunitarias más recientes en esta materia.</p> <p>En primer lugar, se modificó la referencia a la definición de las entidades de crédito establecida en el Reglamento 2818/1998, para incluir en la misma a las entidades de dinero electrónico, quedando, en consecuencia, dichas entidades quedan sujetas al coeficiente de reservas mínimas (CRM). En segundo lugar, se amplió, como norma general, la exención del cumplimiento del CRM, estableciendo que las entidades quedarán exentas de reservas obligatorias, sin estar obligadas a solicitarlo, desde el principio del período de mantenimiento en el que renuncien a su autorización, o que esta sea retirada, o desde que una autoridad competente, judicial o de otra índole, de un Estado miembro participante decida someterlas a un procedimiento concursal. En tercer lugar, el Reglamento señaló expresamente la obligación de incluir en la base de reservas los pasivos de una entidad frente a una</p>

2002	
	<p>sucursal de la misma entidad, o frente a la sede social u oficina principal de la misma entidad, situadas fuera de los Estados miembros participantes.</p> <p>Por último, se modificó ligeramente la fórmula por la que se calcula la remuneración de las tenencias de reservas mínimas, para dar cabida al hecho de que, en ocasiones, el Eurosistema puede realizar simultáneamente operaciones principales de financiación con distinto vencimiento.</p> <p>Las novedades introducidas en el coeficiente de caja entraron en vigor en los Estados miembros el pasado mes de mayo.</p>
MAYO	No hubo regulación financiera relevante.
JUNIO	<p>MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS.—La CBE 3/2002, de 25 de junio (BOE de 2 de julio), por la que se modificó la CBE 3/1995, de 25 de septiembre, llevó a cabo una modernización de la Central de Información de Riesgos (CIR), incorporando nuevas técnicas y tratamientos, con el objeto de mejorar la calidad de la misma, tanto en lo que se refiere a cantidad y calidad de la información como a los tiempos y el modo de acceder a ella.</p> <p>Dentro de estas modernizaciones, cabe reseñar dos de tipo técnico: el uso del medio telemático para todas las comunicaciones y la codificación de los titulares no residentes, con el fin de corregir el deficiente funcionamiento de su actual codificación. En el pasado, los datos se presentaban en soporte magnético o mediante interconexión de ordenadores, y excepcionalmente —mediante causa justificada— se podrían remitir las declaraciones en impresos que facilitaba la Oficina de Documentación y Central de Riesgos. A partir de la entrada en vigor de la Circular, los datos deben presentarse por <i>transmisión telemática</i>, de conformidad con las especificaciones técnicas que se comuniquen al efecto por el Banco de España, aunque de forma excepcional, y por causa puntual justificada, se pueden remitir en soporte magnético, previa conformidad de la oficina de Documentación y Central de Riesgos.</p> <p>ESTADÍSTICAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS QUE SE APLICAN A LOS DEPÓSITOS Y A LOS CRÉDITOS FRENTE A LOS HOGARES Y LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS.—Se publicó la CBE 4/2002, de 25 de junio (BOE de 2 de julio), sobre estadísticas de los tipos de interés que se aplican a los depósitos y a los créditos frente a los hogares y las sociedades no financieras, para dar cumplimiento al Reglamento (CE) número 63/2002, de 20 de diciembre de 2001, sobre estadísticas de los tipos de interés que las instituciones financieras monetarias aplican a los depósitos y a los préstamos frente a los hogares y a las sociedades no financieras. Para minimizar el coste que supone para las entidades de crédito la obtención de las nuevas estadísticas, decidió hacer uso de la posibilidad que ofrece el citado Reglamento de solicitar información sobre tipos de interés a una muestra de entidades cuyos datos se consideren representativos de los de la población.</p> <p>En este sentido, están incluidas en el ámbito de aplicación de esta Circular las entidades de crédito españolas y las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras (en adelante, las entidades declarantes) que al 31 de marzo de 2002 tengan, en la actividad registrada en sus oficinas operantes en España (negocios en España), depósitos o créditos, denominados en euros, frente a los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) y las sociedades no financieras residentes en España o en alguno de los restantes Estados participantes en la Unión Económica y Monetaria, por un importe igual o superior a 500 millones de euros. No obstante, el Banco de España podrá requerir a otras entidades y sucursales que no alcancen el citado importe la remisión de los estados antes señalados, siempre que lo considere necesario para que la muestra alcance la representatividad requerida.</p> <p>Las entidades declarantes deberán presentar mensualmente al Banco de España (Oficina de Documentación y Central de Riesgos), dentro de los quince primeros días del mes siguiente (o, en Madrid, en el primer día hábil posterior a dicha quincena, si el último día de la misma fuese festivo en dicha localidad), dos estados: uno relativo a los tipos de interés de los saldos vivos y otro referido a las nuevas operaciones realizadas en el período mensual respectivo. El tipo de interés que deben declarar para cada categoría de instrumentos será la media aritmética ponderada de sus Tipos Efectivos Definición Restringida (TEDR), entendiéndose como tal el componente de tipo de interés de la Tasa Anual Equivalente (TAE), definida en la norma octava de la Circular 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, es decir, sin incluir las comisiones y demás gastos. Adi-</p>

cionalmente, también se deberá facilitar, en el estado de tipos de interés de las nuevas operaciones, la media aritmética ponderada de las TAE de los créditos distintos de los descubiertos en cuenta.

La información que se requiere en los estados de esta Circular es la que se establece como obligatoria en el Reglamento, con dos únicos añadidos: el primero corresponde a las cesiones temporales, que se detalla entre hogares y sociedades no financieras, y el segundo se corresponde con las TAE que se solicitan de las nuevas operaciones, es decir, el crédito a la vivienda, el crédito al consumo y las grandes partidas de créditos.

Por último, se modifica la Circular 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, sustituyendo los actuales estados de tipos de interés por un nuevo estado que deberán presentar los bancos, las cajas de ahorros —incluida la Confederación Española de las Cajas de Ahorros— y las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras, en el que se incluye, exclusivamente, información de la media aritmética ponderada de la TAE de determinadas operaciones, realizadas en España, con el sector privado residente en España, denominadas en euros, que hayan sido iniciadas o renovadas en el mes anterior, al objeto de que el Banco de España confeccione y publique los índices de referencia del mercado hipotecario.

DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO SOBRE ACUERDOS DE GARANTÍA FINANCIERA.—La *Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera (DOCE n.º L 168, de 27 de junio de 2002)*, estableció el régimen comunitario aplicable a los acuerdos de garantía financiera que cumplan determinados requisitos y a las garantías financieras prestadas de conformidad con lo dispuesto en la citada norma.

La Directiva se aplicará a las garantías financieras, una vez que estas se hayan prestado y exista constancia de ello por escrito. La prueba de la prestación de una garantía financiera deberá permitir la identificación de la garantía a que se refiere. Para ello, basta probar que la garantía financiera por anotación de valores ha sido abonada o constituye un crédito en la cuenta principal y que la garantía en efectivo se ha abonado o constituye un crédito en la cuenta designada al efecto. La garantía financiera que se aporte debe consistir en efectivo o en instrumentos financieros.

Los Estados miembros podrán excluir del ámbito de aplicación de la Directiva las garantías financieras consistentes en acciones propias del garante, acciones del garante en empresas filiales y acciones del garante en empresas cuyo único fin sea poseer medios de producción esenciales para la actividad del garante o poseer bienes raíces.

Otro requisito para la aplicación de la Directiva es que tanto el beneficiario como el garante deberán estar incluidos en una determinada categoría como: una autoridad pública, incluidos los organismos públicos de los Estados miembros encargados de la gestión de deuda pública; un banco central, el Banco Central Europeo, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Europeo de Inversiones; una entidad financiera bajo supervisión prudencial; una contraparte central, un agente de liquidación o una cámara de compensación, o una persona distinta a una persona física, incluidas las entidades colectivas sin forma societaria.

Con el fin de mejorar la seguridad jurídica de los acuerdos de garantía financiera, los Estados miembros deberán asegurarse de que no se aplican determinadas disposiciones de la legislación sobre insolvencia, en particular aquellas que impedirían la efectiva realización de la garantía financiera o plantearían dudas sobre la validez de técnicas actuales, como la liquidación bilateral por compensación exigible anticipadamente, la prestación de garantías complementarias y de sustitución de garantías.

La Directiva pretende reducir las formalidades administrativas de las partes que se sirven de las garantías financieras, de modo que el único requisito de validez que la legislación nacional puede imponer a las garantías financieras deberá ser que la garantía financiera sea entregada, transferida, mantenida, registrada o designada de otro modo, con objeto de que obre en poder o esté bajo el control del beneficiario o de la persona que actúe en su nombre, sin excluirse las modalidades de garantía que permiten al garante sustituirla o retirar el excedente.

La Directiva establece unos procedimientos de ejecución rápidos y no formalistas, con el fin de salvaguardar la estabilidad financiera y limitar el efecto contagio en caso de que una de las partes incum-

2002	
	<p>pla un acuerdo de garantía financiera. No obstante, se establece un equilibrio entre estos objetivos y la protección del garante y terceros, confirmando expresamente la posibilidad de los Estados miembros de mantener o introducir en sus respectivas legislaciones nacionales un control <i>a posteriori</i> que puedan aplicar los tribunales sobre la ejecución o valoración de la garantía financiera y el cálculo de las obligaciones financieras principales.</p> <p>Por último, la Comisión Europea presentará al Parlamento Europeo y al Consejo un informe sobre la aplicación de la presente Directiva a más tardar el 27 de diciembre de 2006, junto con las propuestas de revisión oportunas. Los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en la presente Directiva antes del 27 de diciembre de 2003, e informarán inmediatamente de ello a la Comisión.</p> <p>JULIO AUTORIZACIÓN DE LAS EMISIONES DE DEUDA PÚBLICA DE LAS ENTIDADES LOCALES.—El RD 705/2002, de 19 de julio, por el que se reguló la autorización de las emisiones de deuda pública de las entidades locales (BOE 183/2002, de 1 de agosto), tenía una doble finalidad: de una parte, reguló el procedimiento para la autorización por el Ministerio de Hacienda de las emisiones de deuda pública local, y, de otra, modificó diversas normas reglamentarias que impedían, en la práctica, que los beneficios y condiciones de la deuda del Estado se extendieran a las emisiones de deuda pública local.</p> <p>En relación con el primero de los objetivos citados, la Ley 39/1988, de 28 de diciembre, reguladora de las Haciendas Locales, establece, como requisito para la emisión de deuda pública por las entidades locales, la previa autorización por parte del Ministerio de Hacienda. En consecuencia, se considera necesario regular con el máximo detalle el procedimiento para la obtención de dicha autorización, en aras de las garantías que se deben ofrecer a los adquirentes futuros de los títulos de deuda. A tal efecto, se establecen dos procedimientos de autorización, ordinario y abreviado.</p> <p>El procedimiento ordinario se establece con carácter general para todas las entidades locales que pretendan realizar una emisión de deuda pública. Su objeto son las entidades locales que realicen emisiones de deuda pública de forma puntual o aislada, y no como recurso habitual de su financiación. En este procedimiento debe comprobarse tanto la situación económico-financiera de la entidad local y su solvencia financiera como la adecuación de las condiciones de la emisión a las vigentes en el mercado y el procedimiento de colocación de los títulos en el mercado. Las entidades locales y sus organismos autónomos deberán publicar íntegramente en el BOE la resolución por la que se autorice la emisión de deuda pública y, una vez autorizada la emisión y publicadas sus características, la entidad local o el organismo autónomo podrá proceder a la emisión de la deuda, así como solicitar su admisión a negociación en el mercado correspondiente, siempre que cumpla con los requisitos mínimos de admisión que, en su caso, establezca el correspondiente mercado.</p> <p>El procedimiento abreviado, de carácter voluntario, está destinado a aquellas entidades locales de más de 200.000 habitantes que realicen emisiones de deuda pública de forma periódica y sistemática, y se hayan comprometido a cumplir un plan de endeudamiento a cuatro años. En este caso, y siempre que la emisión esté dentro de los límites fijados en el plan, la comprobación se limita a los aspectos formales de la emisión proyectada. El plan de endeudamiento deberá ser aprobado por la Dirección General de Fondos Comunitarios y Financiación Territorial del Ministerio de Hacienda. En él se recogerán la totalidad de las emisiones de deuda pública previstas en los siguientes cuatro años, junto con el marco presupuestario y la totalidad de endeudamiento previstos para dichos años, relativos tanto a la propia entidad local como a sus organismos autónomos y sociedades mercantiles. Al igual que en el caso anterior, las entidades locales y sus organismos autónomos deberán publicar íntegramente en el Boletín Oficial del Estado (BOE) la resolución por la que se autorice la emisión de deuda pública y, una vez autorizada la emisión y publicadas sus características en el BOE, la entidad local o el organismo autónomo podrán proceder a la emisión de la deuda y, en su caso, solicitar su admisión a negociación en el mercado correspondiente, siempre que cumpla con los requisitos mínimos de admisión que, en su caso, establezca el correspondiente mercado.</p>
AGOSTO	No hubo regulación financiera relevante.
SEPTIEMBRE	ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE CONTABILIDAD.—La CBE 5/2002, de 24 de septiembre (BOE de 4 de octubre), modificó la Circular 4/1991, de 14 de junio, que recoge las normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito,

para adaptar los requerimientos estadísticos de la UEM a las nuevas exigencias del BCE, conforme a lo establecido en el Reglamento (CE) 2423/2001 del BCE, de 22 de noviembre de 2001, relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias.

Las principales modificaciones consisten, por un lado, en la solicitud con carácter mensual de información que se venía presentando trimestralmente y, por otro, en el requerimiento de nueva información sobre el sector *resto del mundo* y otros sectores de los países de la UEM, así como sobre los saneamientos netos realizados en el mes en los préstamos y créditos, y un mayor detalle de los ajustes de valoración realizados en la cartera de valores. Para atender estas nuevas peticiones de información, se sustituyen los actuales estados UME por otros nuevos y se modifica el estado T.4, sobre movimiento de la cartera de valores.

Además, se introducen nuevos conceptos y precisiones en los ya existentes, necesarios para confeccionar los estados que se han de presentar al BCE. En este sentido, dentro de la agrupación sectorial *Otros sectores residentes en España*, se modifica el subapartado *Otras instituciones financieras monetarias*, que pasa a denominarse *Resto de instituciones financieras monetarias*. Este subapartado incluye a todas las instituciones financieras, distintas de las entidades de crédito, cuya actividad consista en recibir depósitos o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de las instituciones financieras monetarias y en conceder créditos o invertir en valores actuando por cuenta propia (al menos, en términos económicos).

Este grupo se divide, a su vez, en *Fondos del mercado monetario* y *otras instituciones*. El primer subgrupo, que coincide con los FIAMM, comprende a las instituciones de inversión colectiva, cuyas participaciones son, en términos de liquidez, sustitutivos próximos de los depósitos y que invierten fundamentalmente en instrumentos del mercado monetario, participaciones en fondos del mercado monetario, otros instrumentos de deuda transferibles con un vencimiento residual de un año como máximo, o depósitos bancarios; o buscan un rendimiento similar al de los instrumentos del mercado monetario. En esta categoría se incluirán exclusivamente las entidades relacionadas en la lista oficial de *Instituciones Financieras Monetarias* que publica el BCE. El segundo subgrupo incluye las instituciones financieras monetarias, distintas de las entidades de crédito y los fondos del mercado monetario, que figuren como tales en la lista oficial de *Instituciones Financieras Monetarias* que publica el BCE.

Por último, se aprovecha la publicación de esta Circular para solicitar un nuevo estado, en el que se pide un mayor detalle de los valores de renta fija y variable confiados por terceros, para introducir un reducido número de nuevas partidas en algunos estados reservados, y para suprimir las referencias que figuran en el texto y en algunos estados reservados a los Certificados del Banco de España, a la peseta y a otras unidades monetarias que desaparecieron con la introducción del euro; así como para eliminar una redundancia relativa a las sucursales en España de entidades extranjeras. Asimismo, se unifica la forma en la que se declaran los valores que configuran la cartera de renta variable de las entidades individuales y del grupo económico.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: MODIFICACIÓN DE LOS REQUERIMIENTOS DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA.—La CCNMV 1/2002, de 16 de septiembre (BOE 243/2002, de 10 de octubre), modificó la CCNMV 2/1998, de 27 de julio, sobre requerimientos de información estadística a las IIC de la Unión Monetaria Europea, para adaptar los modelos UME (que pasan a denominarse modelos UEM) a las nuevas necesidades informativas del BCE. La primera información que se presentó ajustada a estos modelos fue la correspondiente a 31 de enero de 2003.

DIRECTIVA RELATIVA A LA COMERCIALIZACIÓN A DISTANCIA DE SERVICIOS FINANCIEROS DESTINADOS A LOS CONSUMIDORES.—Se publicó la *Directiva 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002* (DOCE 271/2002, de 9 de octubre), relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, que tiene por objeto aproximar las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros relativas a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores.

Con la debida antelación y antes de que el consumidor asuma cualquier obligación en virtud de un contrato a distancia o de una oferta, este deberá recibir información relativa, entre otros, al proveedor; a la identidad y actividad principal del proveedor; a la dirección geográfica en que el proveedor esté establecido, el registro mercantil en que el proveedor esté inscrito y su número de registro, los

2002	<p>datos de la correspondiente autoridad de supervisión, si una determinada actividad del proveedor está sujeta a un régimen de autorización al precio total que deba pagar el consumidor al proveedor del servicio financiero, con inclusión de todas las comisiones, cargas y gastos, así como a todos los impuestos pagados a través del proveedor o, cuando no pueda indicarse un precio exacto, la base de cálculo que permita al consumidor comprobar el precio. La información se comunicará de manera clara y comprensible por cualquier medio que se adapte a la técnica de comunicación a distancia utilizada, respetando debidamente, en particular, los principios de buena fe en las transacciones comerciales y los principios que regulan la protección de las personas.</p> <p>En cualquier momento durante la relación contractual, el consumidor tendrá derecho a obtener, si así lo solicita, las condiciones contractuales en soporte de papel. Además, el consumidor tendrá el derecho de cambiar las técnicas de comunicación a distancia utilizadas, salvo que sea incompatible con el contrato celebrado o con la naturaleza del servicio financiero prestado.</p> <p>Por otro lado, la Directiva establece que el consumidor dispondrá de un plazo de 14 días naturales para rescindir el contrato a distancia, sin indicación de los motivos y sin penalización alguna. Dicho plazo deberá ampliarse hasta 30 días naturales en el caso de contratos relacionados con seguros de vida. No obstante, el derecho de rescisión no se aplicará a los contratos relativos a servicios financieros cuyo precio dependa de fluctuaciones de los mercados financieros que el proveedor no pueda controlar; a pólizas de seguros de viaje o de equipaje o seguros similares de una duración inferior a un mes, o contratos que se hayan ejecutado en su totalidad por ambas partes a petición expresa del consumidor antes de que este ejerza su derecho de rescisión.</p> <p>Además, los Estados miembros podrán disponer que el derecho de rescisión no se aplique a los créditos destinados principalmente a la adquisición o conservación de derechos de propiedad en terrenos o en inmuebles existentes o por construir, o a renovar o mejorar inmuebles; a los créditos garantizados ya sea por una hipoteca sobre un bien inmueble o por un derecho sobre un inmueble; o a las declaraciones de consumidores hechas con la intervención de un fedatario público, siempre y cuando este dé fe de que se han garantizado los derechos del consumidor.</p> <p>Asimismo, los Estados miembros deberán prever sanciones adecuadas en caso de incumplimiento por parte del proveedor de las disposiciones nacionales adoptadas para dar cumplimiento a lo establecido en la presente Directiva. En particular, podrán disponer al respecto que el consumidor pueda rescindir el contrato en todo momento, sin gastos y sin penalización alguna. Dichas sanciones deberán ser efectivas, proporcionadas y disuasorias.</p> <p>Por último, los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente Directiva antes del 9 de octubre de 2004, informando de ello inmediatamente a la Comisión.</p> <p>OCTUBRE No hubo regulación financiera relevante.</p> <p>NOVIEMBRE MEDIDAS DE REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO.—La <i>Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero</i> (BOE 281/2002, de 23 de noviembre), tiene como objetivos, básicamente, tres: aumentar la eficiencia y mejorar la competitividad de la industria financiera española; asegurar que el incremento de la competencia y la utilización de las nuevas tecnologías no den lugar a una desprotección de los clientes de servicios financieros, y favorecer la canalización del ahorro hacia la economía real, mejorando las condiciones de financiación de las pequeñas y medianas empresas (PYME). Dada la densidad de contenido de la Ley, se hace un sucinto resumen de la misma, estructurado en los siguientes epígrafes:</p> <p>Integración de los sistemas de compensación y liquidación de valores</p> <p>Entre las medidas para mejorar la eficiencia del sistema, cabe destacar las encaminadas a la integración de los sistemas de compensación y liquidación de valores, pilar básico para el funcionamiento correcto de los mercados de valores, dadas sus implicaciones sobre el coste y la seguridad jurídica de las operaciones. Para ello, se contempla la creación de la <i>Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores</i> (en adelante, la Sociedad de Sistemas), mediante un proceso</p>
------	--

de fusión del SCLV y la CADE. En dicha Sociedad se podrán integrar otros sistemas ya existentes en España, tales como el de derivados financieros o los gestionados por las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia, y podrá gestionar interconexiones y alianzas con los de otros países. Para facilitar el proceso de integración, se procede a la *desmutualización* de los Sistemas de Compensación y Liquidación, lo que permitirá la entrada en el capital de estas entidades a socios que no intervienen como participantes en el mercado. Las instituciones no residentes que desarrollen en el extranjero actividades análogas a las de la Sociedad de Sistemas podrán ser accionistas de la misma, siempre que estén sujetas a un régimen de supervisión de sus actividades de registro, compensación y liquidación de valores, al menos, equivalente al de la Sociedad de Sistemas. Esta, a su vez, podrá participar en el capital de aquellas, siendo necesario, en ambos casos, la autorización previa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Otra novedad de la Ley, en el ámbito de los sistemas de compensación y liquidación de valores, es la previsión de la creación de una o varias *Entidades de Contrapartida Central*, cuyo objeto es eliminar el riesgo de contraparte en las operaciones, ya que se interpone entre el comprador y el vendedor, de modo que estos siempre se benefician de la garantía del buen fin de la operación que concede esta entidad.

Fomento de la apertura de los mercados de valores españoles

La Ley modifica el régimen de control sobre las *participaciones cruzadas* de sociedades que administren mercados secundarios con sus homólogas fuera de España, estableciendo un régimen más ágil que facilite la integración de los mercados transfronterizos, pero a la vez se asegura un cierto control sobre la adecuación del accionariado de los mercados españoles. Así, el Ministro de Economía, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrá oponerse a la adquisición de una participación significativa en aquellas sociedades que administren mercados secundarios españoles, cuando estime que ello es necesario para asegurar el buen funcionamiento de los mercados o para evitar distorsiones en los mismos, así como por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en su país de origen. También se autoriza a las sociedades que administran mercados secundarios españoles (las bolsas) la participación en sociedades análogas en otros países, previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la normativa anterior exigía autorización del Gobierno, previo informe de la CNMV). Entre las operaciones de integración de mercados que se pretende impulsar, destacan las que afectan a los mercados oficiales de futuros y opciones, en los que es corriente que las distintas fases de la operativa (negociación, compensación y liquidación) se lleven a cabo incluso en países distintos.

Medidas para el fomento de la eficiencia en el mercado del crédito

La Ley sistematiza y complementa la regulación específica existente hasta la fecha en relación con las garantías constituidas a favor del Banco de España, del Banco Central Europeo o de los restantes Bancos Centrales Nacionales de la Unión Europea, para asegurar el cumplimiento de las obligaciones derivadas de sus operaciones de política monetaria y crédito intradía, para lo cual incorpora una nueva disposición adicional a la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, en la que se recoge el nuevo régimen jurídico específico aplicable a dichas garantías, que flexibiliza los requisitos para su constitución y ejecución.

Por otro lado, la Ley prevé mejorar y facilitar la gestión de tesorería del Estado a través de operaciones de adquisición temporal de valores de renta fija, con lo que el Tesoro puede obtener un mayor rendimiento del saldo disponible en el Banco de España. Con tal objeto, el Ministro de Economía podrá autorizar a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera a realizar operaciones de adquisición temporal de activos o de préstamo.

Por otra parte, la Ley reforma el régimen jurídico de las cajas de ahorros; en concreto, cabe reseñar que la representación de las Administraciones Públicas y entidades y corporaciones de derecho público en los órganos de gobierno de las cajas, incluida la que corresponda a la entidad fundadora cuando esta tenga la misma naturaleza, no podrá superar, en su conjunto, el 50% del total de los derechos de voto en cada uno de tales órganos, teniendo que estar representadas todas las entidades y cor-

poraciones. El porcentaje de representación en los órganos rectores de los impositores oscilará entre un mínimo del 25% y un máximo del 50% de los derechos de voto en cada uno de los órganos. El porcentaje de representación de los empleados oscilará entre un 5% y un 15% de los votos. Otra serie de normas se dirige a incrementar la profesionalización de la gestión de las cajas de ahorros.

Finalmente, la Ley flexibiliza el régimen de inversiones de las cooperativas de crédito, aproximándolo al de los bancos y cajas de ahorros, con un doble objetivo: por un lado, permitir a estas entidades adquirir una mayor dimensión, favoreciendo el incremento de sus carteras industriales, y, por otro, facilitar el recurso a la financiación subordinada, previo acuerdo del consejo rector, cualquiera que fuere su instrumentación y siempre que tal posibilidad esté expresamente prevista en los Estatutos.

Medidas para impulsar la competitividad de la industria financiera

En primer lugar, se crean las cédulas territoriales, a imagen y semejanza de las cédulas hipotecarias, lo que permite que las entidades de crédito dispongan de una vía de refinanciación de sus créditos frente a las Administraciones Públicas, semejante a las disponibles en otros países comunitarios. Se trata de títulos de renta fija que podrán emitir las entidades de crédito, cuyo capital e intereses estarán especialmente garantizados por los préstamos y créditos concedidos por la entidad al Estado, las Comunidades Autónomas, los Entes Locales, así como a los organismos autónomos y a las entidades públicas empresariales dependientes de los mismos o a otras entidades de naturaleza análoga del Espacio Económico Europeo. Estos valores gozarán del mismo régimen fiscal y financiero aplicable a las cédulas hipotecarias.

En segundo lugar, se actualiza y complementa el régimen jurídico de las cuotas participativas, potenciando y dinamizando este instrumento financiero, a fin de que proporcione suficiente dotación de recursos propios a las cajas de ahorros, asegurando, así, condiciones de financiación similares a las de otras entidades de depósito.

Finalmente, se amplía la operativa de las instituciones de inversión colectiva, que podrán realizar operaciones de *préstamo de valores* sobre sus carteras, tanto operaciones de mercado como fuera de mercado (operaciones *over the counter* u «OTC»). Todo ello con el objetivo de poder ofrecer mayores rentabilidades a los inversores, sin menoscabo de la seguridad de su inversión.

Medidas protectoras de los clientes de servicios financieros

En primer lugar, se regulan unos órganos administrativos específicos de nueva creación para la defensa de los clientes de servicios financieros. Se trata de: *el Comisionado para la Defensa del Cliente de Servicios Bancarios*; *el Comisionado para la Defensa del Inversor*, y *el Comisionado para la Defensa del Asegurado y del Partícipe en Planes de Pensiones*, que estarán adscritos orgánicamente al Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, respectivamente, con la finalidad expresa de proteger los derechos del usuario de servicios financieros en el ámbito respectivo.

En segundo lugar, la Ley establece la obligación para todas las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras, de atender y resolver las quejas y reclamaciones que sus clientes puedan presentar, relacionados con sus intereses y derechos legalmente reconocidos. A estos efectos, las entidades financieras deberán contar con un departamento o servicio de atención al cliente. Además, podrán designar un *Defensor del Cliente*, a quien corresponderá atender y resolver los tipos de reclamaciones que determine, en cada caso, su reglamento de funcionamiento, y que habrá de ser una entidad o experto independiente.

Transparencia en los mercados de capitales

En los mercados de capitales se refuerza la protección del inversor, impulsando las normas de transparencia y de mejora de la información. En primer lugar, se imponen normas de transparencia en las

operaciones vinculadas, de manera que se eviten abusos por parte de directivos y consejeros en contra de los intereses de los accionistas.

En segundo lugar, se refuerza la regulación de la *información privilegiada* y de la *información relevante*, con el fin de evitar la pérdida de integridad de los mercados y, en última instancia, el encarecimiento en la financiación empresarial que provoca la falta de confianza entre los inversores. En este sentido, se extiende el concepto de *información privilegiada* a otros instrumentos distintos de los propios valores negociables, considerándose como privilegiada cualquier información de carácter concreto que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación. La Ley también precisa de manera muy detallada la información que debe ser considerada como *relevante*, que, a tal efecto, se considera aquella cuyo conocimiento pueda razonablemente afectar a un inversor que se plantee adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y, por tanto, pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario.

Finalmente, se especifican medidas preventivas de organización de las entidades que presten servicios en los mercados de valores, de forma que se impida la filtración de información entre las distintas áreas de una entidad o entre entidades de un mismo grupo (las denominadas «murallas chinas»).

Refuerzo de las normas de conducta en el mercado de valores

En cuarto lugar, se refuerzan las normas de conducta de las entidades que operan en el mercado de valores (en especial, las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito), con el fin último de proteger al inversor. Así, entre las nuevas normas de conducta que añade la Ley, cabe reseñar que las entidades deberán atenerse a los siguientes principios: a) garantizar la igualdad de trato entre los clientes, evitando primar a unos frente a otros a la hora de distribuir las recomendaciones e informes; b) abstenerse de tomar posiciones por cuenta propia en valores o instrumentos financieros sobre los que se esté realizando un análisis específico, desde que se conozcan sus conclusiones hasta que se divulgue la recomendación o informe elaborado al respecto, y c) dejar constancia frente a los clientes de cualquier posible conflicto de intereses en relación con el asesoramiento o con el servicio de inversión que se preste.

Entre otras medidas dignas de mención cabe reseñar las siguientes: la creación de la figura del Comité de Auditoría en sociedades emisoras de valores; las modificaciones en las condiciones de ejercicio y régimen sancionador de las actividades de auditoría; las medidas para mejorar la eficiencia, eficacia y calidad de los procedimientos de supervisión; la reforma de la Central de Información de Riesgos; las restricciones relativas a las inversiones financieras temporales de entidades sin ánimo de lucro; la revisión en profundidad de la organización y de las funciones de la CNMV, y la regulación del régimen de redondeo en determinadas operaciones de crédito, en su mayoría créditos hipotecarios, que se venían aplicando conforme a los usos de la práctica bancaria.

TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE REGULACIÓN DE LOS PLANES Y FONDOS DE PENSIONES.—La Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, autorizó al Gobierno para que, en el plazo de doce meses a partir de la entrada en vigor de la misma, elaborara un texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, en el que se integraran, debidamente regularizadas, aclaradas y sistematizadas, la Ley 8/1987, de 8 de junio, de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, y otras disposiciones relativas a planes y fondos de pensiones. Dando cumplimiento a dicha autorización, se publicó el *Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre*, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones (BOE 298/2002, de 13 de diciembre). La refundición incluye, según lo ordenado por el legislador, el régimen financiero aplicable a personas con minusvalía establecido por la Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y otras normas tributarias, actualizada por la Ley 6/2000, de 13 diciembre, de medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro familiar y a la pequeña y mediana empresa, y por la Ley 24/2001, de 27 de diciembre.

Por otra parte, la refundición incorpora el proceso de exteriorización de los compromisos por pensiones, con el fin de que los agentes sociales implicados puedan disponer de un texto normativo que integre la regulación de los planes de pensiones y los aspectos del proceso de adaptación debida-

2002	
	<p>mente actualizado. Asimismo, la refundición conserva el tratamiento de la transformación voluntaria de fondos internos y otros sistemas de previsión del personal de las empresas en planes de pensiones, ya que sus efectos todavía pueden afectar a procesos iniciados al amparo de la misma.</p> <p>MODIFICACIÓN DE LOS MODELOS DE INFORMACIÓN PÚBLICA PERIÓDICA DE ENTIDADES EMISORAS DE VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN BOLSAS DE VALORES.—La CNMV, mediante el Acuerdo de 11 de marzo de 1998 (BOE de 27 de marzo), implantó una aplicación electrónica denominada «Sistema de intercambio de información por línea telemática con la CNMV» (CIFRADO/CNMV), que se configuró como un sistema de intercambio de información para su uso gradual tanto por la propia Comisión como por los administrados supervisados (emisores, sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras, etc.) y público en general. Su ámbito de aplicación abarcaba tanto la tramitación de determinados procedimientos —que son competencia de la CNMV— como la recepción de informaciones presentadas en la Comisión. También recogía las reclamaciones y consultas que corresponden al departamento de atención al público de la CNMV, y dejaba abierta la posibilidad para incorporar cualquier otro intercambio de información que la Comisión, de acuerdo con la legislación vigente, considere oportuno incorporar al CIFRADO/CNMV, obteniendo como resultado una mayor agilización en dichos procedimientos sin merma de la seguridad jurídica de los mismos.</p> <p>La <i>CCNMV 2/2002, de 27 de noviembre</i> (BOE 301/2002, de 17 de diciembre), modificó la Circular 3/1994, de 8 de junio, con el fin de establecer la utilización del sistema CIFRADO/CNMV, de cifrado y firma electrónica, para la remisión de la información pública periódica, al considerar que los beneficios que conllevará la utilización generalizada por parte de las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores de dicho sistema serán apreciables para los inversores, para las propias entidades emisoras y para la labor supervisora de la CNMV. No obstante, cuando concurran circunstancias excepcionales que imposibiliten la remisión de la mencionada información, la CNMV, con carácter excepcional y a solicitud de la sociedad emisora, podrá autorizar que la información pública periódica sea presentada en los impresos preparados por la CNMV, de acuerdo con lo establecido en los modelos vigentes.</p>
DICIEMBRE	<p>MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES DE FUTUROS Y OPCIONES SOBRE EL ACEITE DE OLIVA.—El Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, reguló con carácter general los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones. Posteriormente, esta norma fue modificada por el Real Decreto 695/1995, de 28 de abril, que estableció normas especiales aplicables a los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre cítricos, y facultaba al Ministro de Economía para determinar, con carácter general, las especialidades a que deban sujetarse los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones basados en activos no financieros distintos de los cítricos.</p> <p>Por otro lado, atribuye al Gobierno la competencia para autorizar la creación de los distintos mercados secundarios oficiales de futuros y opciones.</p> <p>La <i>Orden ECO/3235/2002, de 5 de diciembre</i> (BOE 303/2002, de 19 de diciembre), facultada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 24 de julio, del Mercado de Valores, desarrolló las especialidades aplicables a los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre el aceite de oliva. La especialidad más destacable de la regulación que contiene esta Orden es la previsión de que otras entidades no financieras que se dediquen habitual e indistintamente a la producción, comercialización, mediación o distribución del aceite de oliva puedan acceder a la categoría de miembros del mercado. Ello implica la necesidad de regular los requisitos que han de reunir estas entidades, orientados a garantizar que cumplen con mínimos de solvencia, profesionalidad y especialidad y, además, que su participación no introduce riesgos extraordinarios en los mercados. La admisión de miembros industriales resultará útil para este sector, ya que influirá en el incremento de la actividad de los mercados.</p> <p>La autorización de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre el aceite de oliva corresponderá al Gobierno, a propuesta de la Comisión Nacional de Mercado de Valores. Sin perjuicio de las responsabilidades administrativas a que hubiera lugar, la Comisión Nacional del Mercado de Valores propondrá al Gobierno la revocación de la autorización concedida a la Sociedad Rectora cuando se incumpla de manera sobrevenida alguno de los requisitos que motivaron su otorgamiento.</p>

También se regulan el régimen jurídico y las funciones de las Sociedades Rectoras, y, finalmente, prevé su posterior desarrollo reglamentario, que, entre otros aspectos, deberá recoger la existencia de sistemas de difusión de información sobre el mercado, el establecimiento de límites a las posiciones abiertas, así como otras medidas de control específicas, dadas las particularidades de este mercado.

DIRECTIVA SOBRE LA MEDIACIÓN EN LOS SEGUROS: Recientemente, la Directiva 77/92/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, relativa a las medidas destinadas a facilitar el ejercicio efectivo de la libertad de establecimiento y de la libre prestación de servicios para las actividades de agente y de corredor de seguros, fue sustituida por la *Directiva 2002/92/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de diciembre de 2002* (DOCE 009/2003, de 15 de enero), sobre la mediación en los seguros, con el fin de superar definitivamente las diferencias entre las normativas nacionales de los Estados miembros, las cuales constituyen obstáculos al acceso y ejercicio de las actividades de los intermediarios de seguros y reaseguros en el mercado interior.

La Directiva establece normas sobre el acceso y ejercicio de las actividades de mediación de seguros y reaseguros por parte de personas físicas y jurídicas establecidas en un Estado miembro o que desean establecerse en él.

Los intermediarios de seguros y de reaseguros deberán estar registrados por una autoridad competente en su Estado miembro de origen, aunque los Estados miembros no estarán obligados a exigir este requisito a todas las personas físicas que trabajen para una empresa y ejerzan la actividad de mediación de seguros y reaseguros. En el caso de personas jurídicas, los Estados miembros registrarán a estas últimas, indicando los nombres de las personas físicas, en el seno de la dirección, responsables de las actividades de mediación. Asimismo, deberán poseer unos conocimientos y aptitudes apropiados, según disponga el Estado miembro de origen del intermediario, y gozar de buena reputación.

Los intermediarios de seguros y de reaseguros inscritos en el registro podrán emprender y ejercer la actividad de mediación de seguros y de reaseguros en la Comunidad en régimen tanto de libertad de establecimiento como de libre prestación de servicios.

Por otro lado, deberán disponer de un seguro de responsabilidad civil profesional que cubra todo el territorio de la Comunidad o de cualquier otra garantía comparable para las responsabilidades que pudieran surgir por negligencia profesional, de al menos 1.000.000 de euros por siniestro y, en suma, 1.500.000 euros para todos los siniestros correspondientes a un determinado año.

Por otra parte, los Estados miembros adoptarán todas las medidas necesarias para proteger a los clientes frente a la incapacidad del intermediario de seguros para transferir la prima a la empresa de seguros o para transferir la cantidad de la indemnización o el reembolso de la prima al asegurado. Dichas medidas adoptarán una o varias de las formas siguientes: disposiciones establecidas por ley o mediante contrato y con arreglo a las cuales los importes abonados por el cliente al intermediario se considerarán abonados a la empresa, mientras que los importes abonados por la empresa al intermediario no se considerarán abonados al cliente hasta que este los reciba efectivamente; los intermediarios de seguros dispondrán de una capacidad financiera que deberá en todo momento ascender al 4% del total de las primas anuales percibidas, sin que pueda ser inferior a 15.000 euros, los fondos pertenecientes a clientes sean transferidos a través de cuentas de clientes completamente separadas y que los importes consignados en dichas cuentas no puedan utilizarse para rembolsar a otros acreedores en caso de quiebra; y el establecimiento de un fondo de garantía.

Por último, los Estados miembros adoptarán las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente Directiva antes del 15 de enero de 2005, e informarán inmediatamente de ello a la Comisión.

DIRECTIVA RELATIVA A LA SUPERVISIÓN ADICIONAL DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO, EMPRESAS DE SEGUROS Y EMPRESAS DE INVERSIÓN DE UN CONGLOMERADO FINANCIERO: Se publicó la *Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002* (DOCE de 11 de febrero), relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero, y por la que se modifican las directivas 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE y 93/22/CEE del Consejo y las directivas 98/78/CE y 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

Su ámbito de aplicación es la supervisión adicional de las entidades financieras reguladas de un conglomerado financiero cuyas actividades financieras intersectoriales sean significativas. Abarca todas las actividades financieras contempladas por las legislaciones financieras sectoriales y a todas las entidades dedicadas principalmente a estas actividades, incluidas las empresas de gestión de activos y las sociedades financieras mixtas de cartera; en especial, en lo que se refiere a:

- a) Adecuación de capital: los fondos propios ajustados del conglomerado deberán ser, al menos, iguales a la suma de los requisitos de solvencia de cada uno de los sectores financieros del grupo. A tal efecto, se permite la existencia de cuatro métodos de cálculo (anexo I), con ligeras diferencias técnicas: consolidación contable, deducción-agregación, método del valor contable / deducción de los requisitos, y un cuarto que puede mezclar elementos de los tres anteriores. La elección del método estará sujeta a determinadas reglas especificadas en la Directiva.
- b) Concentración de riesgos y operaciones intragrupo: Se establece la vigilancia de las operaciones que supongan una concentración de riesgos de las entidades reguladas del conglomerado, así como de las operaciones intragrupo significativas (entre las empresas del conglomerado y también respecto a las personas y entidades con las que aquellas mantengan vínculos estrechos). Respecto a ambas, se deberá rendir información periódica al coordinador.
- c) Mecanismos de control interno: Finalmente, se establece la obligación de los Estados miembros de exigir que las entidades reguladas cuenten, a nivel de conglomerado financiero, con sistemas de gestión de riesgos y mecanismos de control interno adecuados, desarrollándose el contenido mínimo que deberán incluir los mismos. Tales sistemas serán objeto de supervisión general por parte del coordinador.

La Directiva define conglomerado financiero como todo grupo de entidades que cumpla alguna de las siguientes condiciones:

- a) El coeficiente entre el balance total de las entidades del sector financiero, reguladas o no, del grupo y el balance total del grupo en su conjunto deberá ser superior al 40%.
- b) En el caso de que el grupo desarrolle actividades en diferentes sectores financieros, la media del coeficiente entre el balance total de cada sector financiero y el balance total de las entidades del sector financiero del grupo y el coeficiente entre los requisitos de solvencia de dicho sector financiero y los requisitos totales de solvencia de las entidades del sector financiero del grupo deberá ser superior al 10%.
- c) Las actividades intersectoriales también se considerarán significativas, si el balance total del sector financiero de menor dimensión del grupo es superior a 6.000 millones de euros.

No obstante, la Directiva permite, que si el grupo que cumple c) no alcanza el umbral contemplado en b), las autoridades competentes puedan decidir de mutuo acuerdo que, en determinadas circunstancias, el grupo no sea considerado como un conglomerado financiero. Asimismo, las autoridades competentes podrán, en casos excepcionales y de común acuerdo, sustituir el criterio basado en el balance total por otros parámetros, como la estructura de ingresos o las actividades fuera de balance, si consideran que son especialmente importantes a efectos de la supervisión adicional.

Por otra parte, con objeto de garantizar una supervisión adicional apropiada de las entidades reguladas de un conglomerado financiero, se designará, conforme a determinados criterios, de entre las autoridades competentes de los Estados miembros interesados, a un coordinador único, responsable de la coordinación y del ejercicio de la supervisión adicional.

Las funciones que deberá desempeñar el coordinador en relación con la supervisión adicional incluirán: la coordinación de la recopilación y la difusión de la información pertinente o esencial en situaciones de preocupación y de emergencia, incluida la difusión de la información que resulte importante para la labor de supervisión de una autoridad competente con arreglo a las normas sectoriales; la supervisión general y la evaluación de la situación financiera de un conglomerado financiero; la evaluación del cumplimiento de las normas sobre adecuación del capital y concentración de riesgos y de las

operaciones intragrupo; y la evaluación de la estructura, organización y sistemas de control interno del conglomerado financiero.

Las autoridades competentes responsables de la supervisión de entidades reguladas de un conglomerado financiero y la autoridad competente designada como coordinador de dicho conglomerado financiero cooperarán estrechamente entre sí. Sin perjuicio de sus respectivas responsabilidades definidas en las normas sectoriales, estas autoridades, estén o no establecidas en el mismo Estado miembro, intercambiarán cualquier información pertinente o esencial para el ejercicio de la labor de supervisión encomendada a las demás autoridades en virtud de las normas sectoriales y de la presente Directiva.

A la espera de una mayor armonización de las normas sectoriales, los Estados miembros dispondrán que sus autoridades competentes estén facultadas para adoptar cualquier medida de supervisión que se estime necesaria para evitar o remediar la elusión de normas sectoriales por parte de las entidades reguladas de un conglomerado financiero. Asimismo, los Estados miembros garantizarán que se puedan imponer sanciones o medidas con objeto de poner fin a las infracciones comprobadas, o a sus causas, contra las sociedades financieras mixtas de cartera o sus directivos responsables, que infrinjan las disposiciones legales, reglamentarias o administrativas adoptadas para dar cumplimiento a la presente Directiva. En determinados casos, dichas medidas podrán exigir actuaciones judiciales. Las autoridades competentes cooperarán estrechamente entre sí para que dichas sanciones o medidas surtan los efectos deseados.

Finalmente, la Directiva modifica adecuadamente las directivas sectoriales vigentes sobre entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión, para evitar el arbitraje reglamentario entre las normas sectoriales y las aplicables a los conglomerados financieros, y entre aquellas normas entre sí.

REFORMA PARCIAL DE LOS IMPUESTOS SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS, SOBRE SOCIEDADES Y SOBRE LA RENTA DE NO RESIDENTES.—Se publicó la *Ley 46/2002, de 18 de diciembre*, de reforma parcial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) y por la que se modifican las leyes del Impuesto sobre Sociedades y del Impuesto sobre la Renta de no Residentes (BOE 303/2002, de 19 de diciembre), con el fin de adaptarlos a la cambiante realidad de la sociedad española y así fomentar el ahorro, la inversión y el empleo, todo ello con el cumplimiento de los compromisos previstos en el programa de estabilidad presupuestaria, y, al mismo tiempo, introducir el nuevo marco de corresponsabilidad fiscal y de competencias de las Comunidades Autónomas en relación con el IRPF.

Respecto al IRPF, cabe resaltar las siguientes reformas: se atiende a las necesidades surgidas de realidades tales como el descenso de la natalidad, el envejecimiento de la población y las situaciones de discapacidad, al mismo tiempo que se estimula la incorporación de la mujer al mercado laboral, conforme al espíritu y los objetivos propios del *Plan Integral de Apoyo a la Familia* del Gobierno; se mejora la tributación de los rendimientos del trabajo, al incrementarse el importe de la reducción por la obtención de este tipo de rentas y crearse dos reducciones específicas para estos rendimientos, y se crea una nueva figura, *los planes de previsión asegurados*, cuyo régimen fiscal se equipara al de los planes de pensiones individuales, siempre que cumplan con una serie de requisitos, que, esencialmente, coinciden con los exigidos a los planes de pensiones, lo que, a su vez, permitirá que las primas satisfechas a estos nuevos contratos de seguro puedan ser objeto de reducción en la base imponible.

En lo referente al Impuesto sobre Sociedades, la reforma viene centrada en la supresión del régimen especial de transparencia fiscal. La desaparición de dicho régimen, justificada por razones de neutralidad, supone la eliminación de toda especialidad para las entidades cuyos ingresos procedan de actividades profesionales, artísticas o deportivas, mientras que a las conocidas como entidades de cartera o de mera tenencia de bienes se les aplicará el nuevo régimen especial de las sociedades patrimoniales.

Por otro lado, la eliminación del régimen de transparencia fiscal obliga a revisar las remisiones y referencias al mismo, diseminadas a lo largo del articulado de la Ley del Impuesto, y a la derogación de alguna de ellas. La adaptación de mayor alcance es la realizada en relación con las agrupaciones de interés económico españolas y europeas y las uniones temporales de empresas. Los anteriores regímenes especiales de estos tres tipos de sujetos pasivos, basados en la remisión al de transparencia fiscal, se unifican ahora en un nuevo régimen para todos ellos, en el que se reproduce la misma regulación material que ya les era aplicable hasta ahora.

Finalmente, y dentro del régimen de consolidación fiscal, se regulan los requisitos específicos que habrán de cumplir los establecimientos permanentes de entidades no residentes en territorio español que accedan a la condición de entidad dominante de un grupo fiscal español.

Por lo que se refiere al Impuesto sobre la Renta de no Residentes, la reforma continúa las líneas generales que ya incorporó la Ley 41/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de no Residentes y Normas Tributarias. Así, se pretende mejorar técnicamente el texto anterior, a la vista de la experiencia que ha proporcionado su aplicación, al mismo tiempo que se incorporan algunas novedades que no estaban expresamente reguladas con anterioridad. Todo ello está orientado a la consecución de tres objetivos fundamentales: facilitar la internacionalización de la empresa española, tanto desde el punto de vista de la inversión como de la movilidad geográfica del factor trabajo, favorecer la atracción de inversiones extranjeras a los mercados financieros españoles y mejorar los mecanismos de control para evitar el fraude fiscal.

PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2003.—Como es habitual en el mes de diciembre de cada año, se han aprobado los Presupuestos Generales del Estado (PGE) para el año 2003, mediante la Ley 52/2002, de 30 de diciembre (BOE 313/2002, de 31 de diciembre). El ejercicio 2003 es el primero en que tiene aplicación la Ley 18/2001, de 12 de diciembre, General de Estabilidad Presupuestaria. Esta Ley va orientada a la consecución de un objetivo de déficit y afecta a los Presupuestos Generales del Estado en tres momentos distintos. Con carácter previo a la elaboración, en cuanto prevé la fijación de un techo de gasto, al cual deberán acomodarse las dotaciones que figuren en los estados de gasto de los Presupuestos Generales del Estado; en el momento de la elaboración, por cuanto afecta a la estructura de los estados de gasto, al exigir la existencia de una nueva sección presupuestaria, bajo la rúbrica «Fondo de Contingencia»; y en la ejecución de los Presupuestos Generales del Estado, por cuanto se exige que las modificaciones presupuestarias, si no pudieren financiarse con baja en otro crédito, sean financiadas con cargo al Fondo de Contingencia, de forma que la realización de estas modificaciones presupuestarias deje inalterado el objetivo de déficit fijado por el Gobierno.

Desde el punto de vista de la regulación financiera, cabe resaltar, por su importancia o novedad, los siguientes aspectos:

En el ámbito del sistema financiero, se mantiene el tipo de interés legal del dinero y el de demora de las deudas tributarias vigentes en el 4,25% y en el 5,5%, respectivamente. En materia de la deuda del Estado, se autoriza al Gobierno para que incremente la misma, con la limitación de que el saldo vivo de dicha deuda a 31 de diciembre del año 2003 no supere el correspondiente a 1 de enero de 2003 en más de 13.745 millones de euros, permitiéndose que dicho límite sea sobrepasado en el curso del ejercicio, previa autorización del Ministerio de Economía, y estableciendo los supuestos en que quedará automáticamente revisado. Respecto de la deuda de los organismos públicos, se determina el importe autorizado a cada uno de ellos para el presente ejercicio. Asimismo, se determinan los límites totales para los avales públicos y otras garantías a prestar por el Estado y los organismos públicos.

Por último, cabe reseñar la regulación de los Fondos de Compensación Interterritorial. Se distingue entre Fondo de Compensación y un Fondo Complementario. El Fondo de Compensación es el equivalente al anterior Fondo de Compensación Interterritorial. El Fondo Complementario está destinado inicialmente a la financiación de gastos de inversión por las Comunidades Autónomas, pero admite la posibilidad de que las Comunidades Autónomas destinen las cantidades del mismo a la financiación de gastos corrientes asociados a inversiones financiadas con el Fondo de Compensación, o con las dotaciones del propio Fondo Complementario.

MEDIDAS FISCALES, ADMINISTRATIVAS Y DE ORDEN SOCIAL.—Como es habitual en los últimos años, para facilitar el cumplimiento de los objetivos de política económica plasmados en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2003 se ha adoptado una serie de medidas fiscales, administrativas y de orden social, recogidas en la Ley 53/2002, de 30 de diciembre (BOE 313/2002, de 31 de diciembre).

La Ley, al igual que en años anteriores, recoge distintas medidas referentes a aspectos tributarios, sociales, de personal al servicio de las Administraciones Públicas, de gestión y organización administrativa,

2002	<p>y de acción administrativa en diferentes ámbitos sectoriales. A continuación se resaltan las novedades más relevantes, agrupando, en primer lugar, las que atañen al ámbito monetario y financiero y, finalmente, las de carácter fiscal.</p> <p>Respecto al ámbito monetario y financiero, en primer lugar, se introducen algunas modificaciones al Fondo de Garantía de Inversiones, regulado en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, según redacción de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley del Mercado de Valores. Así, se añaden nuevas competencias al Gobierno en lo que se refiere al régimen de funcionamiento de dichos fondos. En concreto, las reglas para determinar el importe de las aportaciones que deban hacer las entidades adheridas, que deberán ser suficientes para la cobertura de la garantía proporcionada, y la periodicidad con que se deberán hacer las aportaciones y el régimen de morosidad. En segundo lugar, se establece la obligatoriedad de que las sociedades gestoras de carteras se adhieran al Fondo de Garantía de Inversiones, de acuerdo con el régimen establecido en las disposiciones reglamentarias vigentes sobre la materia, quedando exentas de la obligación de contratar un seguro de responsabilidad civil. Dicha adhesión deberá producirse antes del 1 de febrero de 2003.</p> <p>Por otra parte, se modifica el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores, para precisar y, en su caso, complementar el contenido de determinados preceptos, así como incluir las novedades comentadas anteriormente en lo referente a las sociedades gestoras de carteras. Asimismo, el Ministro de Economía podrá, a propuesta de la CNMV, acordar la disminución de los importes y porcentajes cuando el patrimonio del fondo alcance una cuantía suficiente para el cumplimiento de sus fines. En todo caso, las aportaciones se suspenderán cuando el patrimonio no comprometido en operaciones propias del objeto del fondo supere la resultante de multiplicar la cobertura máxima prevista en el artículo 6.1 por el 5% del número de clientes cubiertos por la garantía del total de entidades adheridas al Fondo en el ejercicio anterior.</p> <p>Por otro lado, se modifica la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, estableciendo la incompatibilidad para una empresa de auditoría de realizar trabajos para órganos competentes de las Comunidades Autónomas y organismos o entidades dependientes de estas, en el ejercicio de las competencias que estas autoridades tienen en relación con las cajas de ahorros, y la realización simultánea, o en los cinco años anteriores o posteriores, de cualquier trabajo de auditoría en la entidad en la que hayan trabajado como consecuencia del requerimiento de las instituciones antes citadas.</p> <p>Por último, se modifica la Ley 10/1975, de 12 de mayo, de regulación de moneda metálica, en lo que atañe al régimen de infracciones y sanciones administrativas en relación con la alteración de la moneda metálica y manipulación de monedas para la realización de artículos de orfebrería o joyería y uso industrial de las mismas.</p> <p>En materia tributaria se tiene en cuenta que en el año 2003 entrará en vigor la segunda reforma tributaria llevada a cabo por el Gobierno en materia de imposición directa, mediante la modificación del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, comentado anteriormente. Asimismo, la reforma de la tributación local permitirá adecuar la financiación de las entidades locales al principio de suficiencia financiera, cerrando de este modo la reforma financiera territorial una vez entrado en vigor el nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas y las Ciudades con Estatuto de Autonomía.</p>
2003	<p>ENERO</p> <p>MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS.—La Orden ECO/3451/2002, de 27 de diciembre (BOE 015/2003, de 17 de enero) y la Orden ECO/29/2003, de 8 de enero (BOE 015/2003, de 17 de enero), modificaron, respectivamente, la Orden de 30 de diciembre de 1992 y la Orden de 29 de diciembre de 1992, para introducir en el coeficiente de solvencia de las entidades financieras la normativa que extiende a la deuda pública emitida por las Entidades Locales los beneficios aplicables a la deuda del Estado, que amplía la definición de la cartera de negociación para incluir las posiciones en materias primas e instrumentos financieros sobre ellas, y las posiciones en oro dentro del riesgo de cambio.</p> <p>En primer lugar, se introduce en las citadas órdenes ministeriales la ponderación del 0% a los títulos de deuda de las Entidades Locales, a efectos del cómputo del coeficiente de solvencia y de la normativa</p>

2003

de grandes riesgos de las entidades de crédito, de las sociedades y agencias de valores, y sus grupos consolidables.

En segundo lugar, se incluyen, dentro de los riesgos ligados a la cartera de negociación de las entidades de crédito y de las sociedades y agencias de valores, las materias primas y los instrumentos financieros sobre ellas. Asimismo, se faculta al Banco de España o, en su caso, a la CNMV para fijar los requerimientos de recursos propios con que dichas entidades deberán cubrir el riesgo que asuman por mantener posiciones en estos instrumentos. Dichos requerimientos serán adicionales a los establecidos para otras obligaciones.

Finalmente, para las entidades de crédito, se incluyen las *posiciones en oro* dentro de los riesgos de tipo de cambio, que tendrán un nivel de exigencia de recursos propios del 8% de la posición neta, y a las que se les otorga un tratamiento similar al de las posiciones en divisas. En el caso de las sociedades y agencias de valores, se faculta a la CNMV para que establezca la exigencia de recursos propios en función del riesgo de posiciones en oro, así como sus métodos de cálculo.

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE EL AÑO 2003 Y ENERO DE 2004:

Como viene siendo habitual en estas fechas, se publicaron el *RD 29/2003, de 10 de enero* (BOE 010/2003, de 11 de enero), por el que se dispone la creación de deuda pública durante el año 2003; la *Orden ECO/43/2003, de 14 de enero* (BOE 018/2003, de 21 de enero), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2003 y enero del 2004 y por la que se delegan determinadas facultades en el Director General del Tesoro y Política Financiera, y dos *Resoluciones de 22 de enero de 2003*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE 027/2003, de 31 de enero, y BOE 029/2003, de 3 de febrero, 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 2003 y el mes de enero de 2004.

En sentido amplio, se prevé la continuidad de los mismos instrumentos, técnicas, prácticas y demás elementos establecidos para la creación de deuda pública durante el año 2002. Por otro lado, la deuda que se emita o contraiga por el Estado durante todo el año en curso en todas las modalidades de deuda del Estado no superará el límite de incremento que para la citada deuda establece la Ley 52/2002, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2003. Este límite será extensible al mes de enero del 2004, en las condiciones establecidas, hasta el nivel del 15% del total autorizado para el año 2003, computándose los importes así emitidos dentro del límite que contempla la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2004.

En cuanto a la formalización de la deuda pública, esta adoptará, como en años anteriores, las modalidades de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, representándose en todos los casos, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta.

Respecto a las letras del Tesoro, para el año 2003 se ha considerado conveniente introducir determinados cambios en los plazos de emisión y en la agrupación de emisiones, a fin de reforzar el mercado de letras del Tesoro, garantizar su liquidez y mantener la competitividad con el resto de emisores institucionales del área euro. Las subastas tendrán lugar cada cuatro semanas, coincidiendo las fechas de emisión con los vencimientos de las referencias emitidas con anterioridad para facilitar la reinversión. No obstante, los plazos de emisión pueden diferir de los señalados en el número de días necesario para facilitar la agrupación de vencimientos, de forma que la periodicidad de estos sea de dos meses a partir de febrero de 2004. Por otro lado, el Tesoro reinicia las *emisiones de letras a tres y seis meses*, para ampliar su presencia en los plazos más demandados por los inversores institucionales, y se mantiene la oferta de letras a doce y dieciocho meses, alternándose las emisiones de letras a tres y seis meses. Además, las letras que se emitan a estos plazos son fungibles con las emitidas a doce y dieciocho meses con el mismo vencimiento, con lo que la medida permite incrementar el volumen de las referencias en circulación y mantener la liquidez de estas a lo largo de su período de vida.

Por último, las subastas mantienen su configuración actual, si bien se contempla la posibilidad de que, al igual que en bonos y obligaciones del Estado, con posterioridad a las mismas tenga lugar una segunda vuelta reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de creador de mercado. Esta segunda vuelta se desarrollará según la normativa que regule dichas entidades.

2003

En cuanto a los bonos y obligaciones del Estado, a grandes rasgos, se mantienen sus características de emisión en relación con el año anterior. Así, continúa la obligación de hacer público su calendario anual de subastas ordinarias con carácter trimestral, de acuerdo con los creadores del mercado, en función de las condiciones de los mercados y del desarrollo de las emisiones durante el año. También se mantienen los procedimientos de emisión, excepto para las obligaciones del Estado a diez años, en que, en función de la experiencia adquirida en 2002, se ha considerado conveniente volver al procedimiento habitual de subastas utilizado en el resto de instrumentos.

DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE FUTUROS Y OPCIONES SOBRE EL ACEITE DE OLIVA: La CCNMV 1/2003, de 22 de enero (BOE 33/2003, de 7 de febrero), facultada por la Orden ECO/3235/2002, de 5 de diciembre, en la que se desarrollan las especialidades aplicables a los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre el aceite de oliva, determinó los requisitos de especialidad, profesionalidad y solvencia, así como la forma, contenido y los plazos en que los miembros industriales deberán remitir la información contable a la CNMV y a los organismos rectores de estos mercados.

En lo referente a los requisitos de especialidad y profesionalidad exigibles a los miembros industriales de los mercados de futuros y opciones sobre el aceite de oliva, la Circular establece que para acceder y conservar la condición de miembro industrial deberá acreditarse que el solicitante ha venido realizando, de manera efectiva, y por un periodo no inferior a los dos años anteriores a la solicitud, alguna de las siguientes actividades: la producción, comercialización, intermediación o distribución del aceite de oliva.

En el supuesto de que el solicitante fuera una entidad que, formando parte de un grupo de entidades que realizan alguna de las actividades citadas, tuviera como objeto social exclusivo la negociación en el mercado de futuros y opciones sobre el aceite de oliva («entidad instrumental»), la acreditación de estos requisitos de especialidad y profesionalidad vendrá referida a la empresa o empresas de su grupo por cuenta de las cuales actúe, entendiéndose incluidas en el concepto de grupo todas las entidades que constituyan una unidad de decisión.

Respecto a los requisitos de solvencia, los miembros industriales podrán revestir cualquier forma mercantil que limite la responsabilidad de sus socios o asociados a las aportaciones económicas que efectúen y contar con unos recursos propios no inferiores a 300.000 euros, y no haber incurrido en pérdidas en los dos últimos años inmediatamente anteriores a la solicitud.

Los miembros industriales deberán poner en conocimiento inmediato de la CNMV y de las sociedades rectoras de estos mercados cualquier circunstancia que pudiera afectar significativamente a su solvencia financiera o patrimonial. Asimismo, deberán suministrar a estos organismos la siguiente documentación contable:

1. Dentro de los quince días siguientes a la emisión del informe de auditoría de cuentas, las cuentas anuales y el informe de gestión, junto con la auditoría de cuentas individuales y, en su caso, consolidadas.
2. Dentro de los dos meses siguientes al cierre de cada trimestre, una cuenta de pérdidas y ganancias y el balance intermedio de la entidad y, en el caso de entidades instrumentales, de la entidad o entidades para las que prestan sus servicios, o las del grupo consolidado al que pertenezcan, correspondientes a cada trimestre del ejercicio.
3. Con periodicidad mensual, y dentro del mes siguiente al que se refiera la información, un listado con todas las operaciones realizadas en el mercado, distinguiendo entre la operativa efectuada por razones de cobertura y/o arbitraje y la realizada «al descubierto», sin relación alguna con transacciones de contado.

Los miembros industriales que sean emisores de valores admitidos a cotización en una Bolsa de Valores deberán remitir la mencionada información conforme a la normativa específica establecida para las sociedades cotizadas.

La CNMV podrá dispensar a los miembros industriales de remitir los estados financieros consolidados cuando tengan un interés poco significativo en relación con su operativa en el mercado o, tratándo-

2003	
	<p>se de estados financieros intermedios, cuando la información necesaria para consolidar solo pueda obtenerse incurriendo en gastos desproporcionados o en retrasos inevitables en cuanto a su elaboración respecto a los plazos de presentación establecidos.</p> <p>RIESGOS DERIVADOS DEL COMERCIO EXTERIOR: COBERTURA DEL ESTADO: Se publicó la <i>Orden ECO/180/2003, de 22 de enero</i>, sobre cobertura por cuenta del Estado de riesgos derivados del comercio exterior de las inversiones exteriores y de las transacciones económicas con el exterior (BOE 33/2003, de 7 de febrero), que responde a las nuevas exigencias de los mercados internacionales derivados de la mayor complejidad e interdependencia de la actividad económica, la aparición y propagación de nuevos factores de riesgo, junto con la progresiva liberalización de los mercados más desarrollados. Asimismo, introduce en el ámbito del tráfico comercial una adecuada respuesta normativa a las últimas regulaciones de la Unión Europea, y en concreto a la reciente Comunicación de la Comisión a los Estados miembros 2001/C/217/02, sobre el seguro de crédito a la exportación a corto plazo, así como a los avances normativos alcanzados en materias tan significativas como la lucha contra la corrupción y la preservación del medio ambiente.</p> <p>Esta Orden establece las coberturas que, con carácter exclusivo, la «Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación, Sociedad Anónima, Cía. de Seguros y Reaseguros» cubre en relación con los riesgos de pérdidas o daños económicos derivados del comercio exterior, de las inversiones exteriores y de las transacciones económicas con el exterior.</p>
FEBRERO	<p>MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO DE AUDITORÍA DE CUENTAS.—Se publicó el <i>RD 180/2003, de 14 de febrero</i> (BOE 050/2003, de 27 de febrero), por el que se modifica el Real Decreto 1636/1990, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento que desarrolla la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas.</p> <p>Desde el punto de vista financiero, y en relación con la obligación de los auditores de cuentas de comunicar, rápidamente y por escrito, al Banco de España, a la CNMV y a la DGSFP determinados hechos o decisiones relevantes en el funcionamiento de la entidad auditada, de los que hayan tenido conocimiento en el ejercicio de sus funciones, se ha establecido un plazo de 10 días, desde el momento en que se tenga conocimiento de que se han producido, para su cumplimiento efectivo. Del mismo modo, se establece la obligación de los auditores de cuentas de enviar copia a las autoridades supervisoras a los diez días siguientes a la finalización del plazo de que dispone la entidad auditada (una semana desde la entrega del informe de auditoría), siempre que esta no hubiera enviado ya el informe de auditoría a las autoridades supervisoras.</p>
MARZO	<p>REGLAMENTO DE LA SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES.—Mediante la publicación de la <i>Orden ECO/689/2003, de 27 marzo</i> (BOE 075/2003, de 28 de marzo), se aprobó el Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (en adelante, la Sociedad de Sistemas). El Reglamento se nutrirá del Reglamento de Organización y Funcionamiento del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (el «ROF»), con las adiciones y modificaciones que se establecen en esta norma, y se aplicará la normativa que venía rigiendo hasta ahora el sistema de registro, compensación y liquidación del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.</p> <p>Las entidades que ostenten, o que adquieran en el futuro, la condición de entidades adheridas al SCLV, así como las que ostenten, o que adquieran en el futuro, la condición de entidad gestora o de titular de cuenta del Mercado de Deuda Pública serán entidades participantes en la Sociedad de Sistemas, sin solución de continuidad en sus respectivas funciones, derechos u obligaciones frente al gestor del sistema de registro, compensación y liquidación.</p> <p>La pérdida o suspensión de la condición de entidad gestora o titular de cuenta supondrá la pérdida o suspensión de la condición de entidad participante respecto del sistema de registro, compensación y liquidación del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones gestionado por la Sociedad de Sistemas.</p> <p>En el proceso de autorización de las nuevas entidades gestoras o titulares de cuentas, la Sociedad de Sistemas emitirá un informe sobre la idoneidad de los medios técnicos con que cuentan las solicitantes para la realización de sus funciones en relación con el sistema de registro, compensación y liquidación del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.</p>

Finalmente, cabe reseñar que la Sociedad de Sistemas facilitará al Ministro de Economía, al Tesoro y a los distintos organismos supervisores, en el ámbito de sus respectivas competencias, así como, en su caso, a la correspondiente Comunidad Autónoma, cuanta información le soliciten sobre sus actividades de registro, compensación y liquidación, siempre que dicha información esté a su disposición, de acuerdo con la normativa vigente. Asimismo, les asesorará en todas las materias relacionadas con las actividades de registro, compensación y liquidación de la Sociedad de Sistemas.

CREADORES DE MERCADO DE LETRAS DEL TESORO.—La *Resolución de 5 de marzo de 2003*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE 060/2003, de 11 de marzo), amplía el alcance del ámbito de colaboración de los creadores de mercado para abarcar no solo al mercado de bonos y obligaciones del Estado, sino también al de letras del Tesoro, con el fin de garantizar la liquidez de su mercado y mantener la competitividad con el resto de emisores institucionales del área euro.

Por otro lado, la norma aprovecha para modificar la regulación de la segunda vuelta que se concede a los creadores de bonos y obligaciones, a fin de reforzar su compromiso de proveer al mercado de liquidez a través de las cotizaciones en los sistemas organizados de negociación.

Los requisitos para poder acceder a la condición de creador de mercado de letras del Tesoro son los siguientes: ser titular de cuenta de valores a nombre propio en la Central de Anotaciones en el Banco de España; cumplir los requisitos que se establezcan en términos de la dotación de recursos técnicos y humanos; satisfacer las demás condiciones económicas y jurídicas necesarias para tener la consideración de miembros con facultades plenas en, al menos, uno de los sistemas organizados de negociación electrónica que determine el Tesoro; actuar durante un período mínimo de un mes, demostrando en los mercados primario y secundario de letras del Tesoro que existe un compromiso semejante al que se requiere del conjunto de los creadores de mercado. La pérdida de la condición de creador de mercado de letras será por alguno de los siguientes motivos: por renuncia de la propia entidad comunicada al Tesoro; por decisión del Director General del Tesoro y Política Financiera, cuando se considere que la entidad no mantiene un compromiso adecuado y suficiente en el Mercado de Deuda Pública o que haya incumplido las obligaciones en esta norma durante tres meses consecutivos.

Los creadores de mercado de letras del Tesoro que cumplan con sus obligaciones podrán acceder en exclusiva a una segunda vuelta de la subasta de letras del Tesoro, que se desarrollará entre la resolución de la subasta y las doce horas del día hábil posterior al de la celebración de la subasta. Durante esta segunda vuelta, estos creadores podrán presentar peticiones, que serán adjudicadas al precio marginal resultante de la fase de subasta.

En lo referente a las obligaciones de los creadores de mercado de letras, en primer lugar, cada creador deberá presentar en cada subasta peticiones por un valor mínimo del 3% de la cantidad adjudicada por el Tesoro para cada tipo de letra, a rentabilidades no superiores a la correspondiente al precio marginal menos dos puntos básicos. No obstante, se excluirán del cómputo de cumplimiento de esta obligación las subastas en las que concurran ciertas condiciones.

En segundo lugar, deberá garantizar la liquidez del mercado secundario de letras del Tesoro, cumpliendo con las obligaciones que se especifican en la norma. El Tesoro podrá modificar las condiciones de cotización, previa consulta con los creadores. Finalmente, deberán aportar la información que el Tesoro pueda solicitar sobre el mercado de deuda, en general, y sobre la actividad del creador en el mismo, en particular. En concreto, cada creador deberá informar mensualmente sobre su operativa por cuenta propia y de terceros, la base geográfica y el tipo de entidades que constituyen su clientela, siguiendo el modelo que se incorpora en el anexo de esta Resolución o el que se haya acordado en los foros de cooperación comunitarios.

ENTIDADES ASEGURADORAS: INFORMACIÓN DE PLANES DE PREVISIÓN ASEGURADOS.—La *Resolución de 5 de marzo de 2003*, de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) (BOE 061/2003, de 12 de marzo), facultada por el Real Decreto 27/2003, de 10 de enero, estableció las obligaciones de información que las entidades aseguradoras que comercialicen Planes de Previsión Asegurados (en adelante, PPA) deberían poner en conocimiento de los tomadores con anterioridad a su contratación, sobre tipo de interés garantizado, plazos de cada garantía y gastos

2003

previstos, y ello sin perjuicio de las obligaciones de información establecidas en la normativa de seguros privados.

Durante todo el período de vigencia del contrato, la entidad aseguradora deberá informar por escrito al tomador del seguro de las modificaciones de la información inicialmente suministrada, y especialmente en los casos de emisión de suplementos de la póliza o de modificaciones de la legislación aplicable. Tal información deberá comunicarse en un plazo máximo de tres meses. Con periodicidad al menos trimestral, el tomador del seguro deberá recibir la información relativa al importe de la provisión matemática de que es titular. En el caso de que el contrato cuente con inversiones afectas, se deberá advertir expresamente de la eventual diferencia que pudiera existir entre el valor de mercado de los activos correspondientes y el importe de la provisión matemática. Esta información trimestral deberá incluir, en su caso, la participación en beneficios que se haya asignado.

SOCIEDAD LIMITADA NUEVA EMPRESA Y MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS SOCIEDADES DE RESPONSABILIDAD LIMITADA.—Se publicó la *Ley 7/2003, de 1 de abril* (BOE 079/2003, de 2 de abril), de la sociedad limitada nueva empresa, y por la que se modifica la *Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, que establece un marco normativo mercantil y administrativo capaz de estimular la actividad empresarial y mejorar la posición competitiva de las pequeñas y medianas empresas en el mercado, dando así cumplimiento a los compromisos de la Carta Europea respecto de la pequeña empresa.

Por un lado, desarrolla el denominado «Proyecto Nueva Empresa», que tiene por objeto estimular la creación de nuevas empresas, especialmente las de pequeña y mediana dimensión. Su objetivo es agilizar al máximo los trámites administrativos necesarios para la constitución y puesta en marcha de las empresas, de modo que se abre la posibilidad de realizarlos por medios telemáticos. A tal efecto, se crea el Documento Único Electrónico como el instrumento que permite la realización telemática de los trámites de constitución de la sociedad, así como aquellos otros que se exigen para el inicio de la actividad.

Por otro lado, se modifica la *Ley 2/1995, de 23 de marzo*, para permitir la emisión de participaciones sin voto, la posibilidad de la adquisición y tenencia temporal por la sociedad de sus propias participaciones sociales, así como introducir las transformaciones en la legislación civil vigente en aquellos preceptos en los que se ordenan las relaciones entre los miembros de una familia y la sucesión de la unidad productiva para dotarla de instrumentos que permitan diseñar, en vida del emprendedor, la sucesión más adecuada de la empresa en todas sus posibles configuraciones: societarias, empresa individual, etc.

2. ÍNDICE SISTEMÁTICO DE MATERIAS OBJETO DE NUEVA REGULACIÓN

<i>Materia</i>	<i>Fecha norma</i>	<i>Boletín económico</i>
I. BANCO CENTRAL EUROPEO Y SEBC		
Los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	7.3.2002	Oct 2002
Modificación del coeficiente de reservas mínimas	18.4.2002	Jul-ago 2002
II. BANCO DE ESPAÑA Y SISTEMA FINANCIERO		
Modificación de la normativa del Sistema Nacional de Compensación Electrónica	25.1.2002	Abr 2002
Modificación de la normativa sobre la Central de Información de Riesgos	25.6.2002	Jul-ago 2002
Medidas de reforma del sistema financiero	22.11.2002	Ene 2003
III. ENTIDADES DE CRÉDITO		
Aportaciones a los fondos de garantía de depósitos	24.1.2002	Abr 2002
	14.2.2002	Abr 2002
Estadísticas de los tipos de interés que se aplican a los depósitos y a los créditos frente a los hogares y las sociedades no financieras	25.6.2002	Jul-ago 2002
Modificación de las normas de contabilidad	24.9.2002	Oct 2002
Modificación de las normas de solvencia de las entidades financieras	27.12.2002	Abr 2003
	8.1.2003	Abr 2003
IV. OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS		
<i>a) Instituciones de inversión colectiva</i>		
Modificación de los requerimientos de información estadística	16.9.2002	Oct 2002
<i>b) Otras instituciones</i>		
Nuevos procedimientos, trámites, sistemas normalizados y preimpresos para hacer efectivo el ejercicio de derechos, acciones y comunicaciones a través de técnicas telemáticas en el área de las entidades aseguradoras y fondos de pensiones	8.3.2002	Abr 2002
Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones	29.11.2002	Ene 2003
Entidades aseguradoras: información de planes de previsión asegurados	5.3.2003	Abr 2003
V. MERCADO DE VALORES		
<i>a) Mercado de Deuda Pública</i>		
Condiciones de emisión para el año 2002 y enero de 2003	18.1.2002	Abr 2002
	24.1.2002	Abr 2002
	25.1.2002	Abr 2002
Modificación de la figura de creador de mercado	20.2.2002	Abr 2002
Autorización de las emisiones de deuda pública de las entidades locales	19.7.2002	Oct 2002
Condiciones de emisión para el año 2003 y enero de 2004	10.1.2003	Abr 2003
	14.1.2003	Abr 2003
	22.1.2003	Abr 2003
Creadores de mercado de letras del Tesoro	5.3.2003	Abr 2003

<i>Materia</i>	<i>Fecha norma</i>	<i>Boletín económico</i>
b) <i>Mercados de valores privados</i>		
Modificación de los modelos de información pública periódica de entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores	27.11.2002	Ene 2003
Mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre el aceite de oliva	5.12.2002 22.1.2003	Ene 2003 Abr 2003
Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores	27.3.2003	Abr 2003
VI. LEGISLACIÓN FINANCIERA DE LA UNIÓN EUROPEA		
Modificación de la Directiva sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios	21.1.2002	Abr 2002
Modificación de la Directiva sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados	21.1.2002	Abr 2002
Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre acuerdos de garantía financiera	6.6.2002	Jul-ago 2002
Directiva relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores	23.9.2002	Abr 2003
Directiva sobre la mediación en los seguros	9.12.2002	Abr 2003
Directiva relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero	16.12.2002	Abr 2003
VI. NORMAS FISCALES		
Reforma parcial de los impuestos sobre la renta de las personas físicas, sobre sociedades y sobre la renta de no residentes	18.12.2002	Ene 2003
Medidas fiscales, administrativas y de orden social	30.12.2002	Ene 2003
VII. OTRAS MATERIAS		
Presupuestos Generales del Estado para el año 2003	30.12.2002	Ene 2003
Riesgos derivados del comercio exterior: cobertura del Estado	22.1.2003	Abr 2003
Modificación del Reglamento de Auditoría de Cuentas	14.2.2003	Abr 2003
Sociedad limitada nueva empresa y modificación del régimen jurídico de las sociedades de responsabilidad limitada	1.4.2003	Abr 2003

ÍNDICES

Índice de cuadros

	<i>Páginas</i>
Cuadro I.1. Principales indicadores de la economía española	19
Cuadro II.1. Principales indicadores macroeconómicos de Estados Unidos, Japón y Reino Unido ...	35
Cuadro II.2. Países con mercados emergentes. Principales indicadores macroeconómicos	45
Cuadro III.1. Principales indicadores macroeconómicos del área del euro	56
Cuadro III.2. Indicadores de aspectos estructurales de la Unión Europea	66
Cuadro IV.1. Consumo y formación bruta de capital fijo por sectores institucionales	81
Cuadro IV.2. Indicadores de convergencia real y competitividad	103
Cuadro IV.3. Principales operaciones financieras de las AAPP (SEC 95)	104
Cuadro V.1. Operaciones financieras netas y flujos intersectoriales	114
Cuadro V.2. Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	117
Cuadro V.3. Operaciones financieras de la nación	120
Cuadro V.4. Emisiones y ofertas públicas de valores negociables	122
Cuadro V.5. Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados	123
Cuadro V.6. Entidades de depósito. Estructura de balance y cuenta de resultados	128
Cuadro V.7. Fondos captados por otros intermediarios financieros	131

Índice de gráficos

	<i>Páginas</i>	
Gráfico I.1.	PIB, consumo privado, FBCF e inflación. Tasas de variación	14
Gráfico I.2.	Evolución cíclica de la economía: comparación con el ciclo anterior	20
Gráfico I.3.	Diferencial de inflación acumulado entre España y la UEM	23
Gráfico II.1.	PIB y precios de consumo. Tasas de variación interanuales	34
Gráfico II.2.	Economía internacional: precios del petróleo, bolsas e índices de confianza	36
Gráfico II.3.	Tipos de cambio y déficit por cuenta corriente	36
Gráfico II.4.	Estados Unidos. Indicadores sector real. Tasas de variación interanual	40
Gráfico II.5.	Japón. Indicadores sector real. Variación interanual	41
Gráfico II.6.	Economía internacional. Tipos de interés	43
Gráfico II.7.	Mercados emergentes. Financiación exterior	46
Gráfico II.8.	Economías emergentes: indicadores financieros	47
Gráfico III.1.	UEM: composición del crecimiento e indicadores de confianza	57
Gráfico III.2.	Evolución económica por países en 2002	58
Gráfico III.3.	UEM. Índices armonizados de precios de consumo y evolución salarial	60
Gráfico III.4.	UEM: Política fiscal	64
Gráfico III.5.	Tipos de interés de la zona del euro	69
Gráfico III.6.	Índice de condiciones monetarias en la UEM y contribuciones	70
Gráfico III.7.	Tipos de cambio nominales del euro frente al dólar y al yen	72
Gráfico III.8.	Tipos de interés de la zona del euro	72
Gráfico III.9.	Índices de los mercados bursátiles y tipos de los bonos corporativos	73
Gráfico III.10.	Agregados monetarios y crediticios en la zona del euro. Tasas de variación interanuales	73
Gráfico IV.1.	Financiación de los sectores residentes no financieros	78
Gráfico IV.2.	Principales agregados macroeconómicos	80
Gráfico IV.3.	Consumo final de los hogares e ISFLSH	82
Gráfico IV.4.	Consumo final de los hogares e indicador de confianza	82
Gráfico IV.5.	Inversión residencial	84
Gráfico IV.6.	Inversión productiva privada	85
Gráfico IV.7.	Inversión en bienes de equipo e indicador de confianza industrial	85
Gráfico IV.8.	Demanda exterior	88
Gráfico IV.9.	VAB por ramas de actividad. Componente cíclico y tasas de variación	91
Gráfico IV.10.	Mercado laboral: empleo y paro	93
Gráfico IV.11.	Determinantes de los salarios	94

	<u>Páginas</u>
Gráfico IV.12. Composición de los deflatores de la demanda final y del PIB	95
Gráfico IV.13. Precios y costes por ramas de actividad	100
Gráfico IV.14. Índices de competitividad de España	101
Gráfico IV.15. La especialización comercial de España en comparación con la UE	102
Gráfico IV.16. Cuenta del resto del mundo	106
Gráfico IV.17. Ahorro, inversión y capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación	106
Gráfico V.1. Operaciones financieras	116
Gráfico V.2. Operaciones financieras de los hogares e ISFLSH	116
Gráfico V.3. Evolución del precio de la vivienda	118
Gráfico V.4. Operaciones financieras de las sociedades no financieras	118
Gráfico V.5. Operaciones financieras de las Administraciones Públicas	119
Gráfico V.6. Índices bursátiles	124
Gráfico V.7. Rentabilidad de la deuda pública	125
Gráfico V.8. Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años	126
Gráfico V.9. Crédito, dudosos y ciclo económico	129
Gráfico V.10. Inversores institucionales	132
Gráfico V.11. Indicadores de posición patrimonial de los hogares e ISFLSH	134
Gráfico V.12. Variación acumulada de la riqueza financiera neta de los hogares e ISFLSH	134
Gráfico V.13. Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras	135
Gráfico V.14. Carga financiera de las sociedades no financieras	136
Gráfico V.15. Variación acumulada del patrimonio financiero neto de las sociedades no financieras ..	136

Índice de recuadros

	<i>Páginas</i>	
Recuadro I.1.	Determinantes de las diferencias en las pautas cíclicas de Estados Unidos y la UEM . . .	13
Recuadro I.2.	La importancia de la disciplina fiscal para la estabilización cíclica	17
Recuadro I.3.	España, Portugal e Irlanda: tres variantes de convergencia real tras su ingreso en la UE .	27
Recuadro I.4.	La futura ampliación de la UE: algunas implicaciones para la economía española . . .	29
Recuadro II.1.	Discusiones recientes en torno a la reestructuración de la deuda soberana	37
Recuadro II.2.	Características de la recuperación actual en los Estados Unidos	39
Recuadro II.3.	Ajustes cambiarios, dolarización de pasivos y vulnerabilidad en América Latina	49
Recuadro II.4.	La ampliación de la Unión Europea	51
Recuadro III.1.	Efecto diferencial de la apreciación del euro sobre las exportaciones de los países de la UEM	59
Recuadro III.2.	Diferenciales de inflación en la UEM	61
Recuadro III.3.	La especialización productiva de Europa en comparación con Estados Unidos	67
Recuadro III.4.	Las medidas para incrementar la eficiencia del marco operativo de la política monetaria	71
Recuadro IV.1.	Factores explicativos de la desaceleración del consumo privado	83
Recuadro IV.2.	La contribución de las nuevas tecnologías al crecimiento de la economía española . .	87
Recuadro IV.3.	Efectos del ámbito de negociación sobre los resultados de la negociación colectiva .	97
Recuadro IV.4.	El efecto de la puesta en circulación del euro sobre la inflación	99
Recuadro V.1.	Análisis del precio de la vivienda en España	113
Recuadro V.2.	Precio de la vivienda y consumo de los hogares	115
Recuadro V.3.	Impacto comparado de la evolución reciente de los mercados financieros sobre las entidades aseguradoras	127
Recuadro V.4.	La situación financiera de las empresas españolas y su impacto sobre el nivel de actividad	137

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA

Consejo de gobierno

<i>GOBERNADOR</i>	Jaime Caruana
<i>SUBGOBERNADOR</i>	Gonzalo Gil
<i>CONSEJEROS</i>	Eduardo Bueno José M. González-Páramo Joaquín Muns Juan Muñoz Jaime Requeijo Julio Segura
<i>DIRECTORA GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA</i> (Sin voto en asuntos de política monetaria)	Gloria Hernández
<i>VICEPRESIDENTE DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES</i> (Sin voto en asuntos de política monetaria)	Juan Jesús Roldán
<i>DIRECTORES GENERALES DEL BANCO</i> (Con voz y sin voto)	José Luis Malo de Molina F. Javier Aríztegui Pedro Pablo Villasante José María Roldán José María Viñals
<i>SECRETARIO</i> (Con voz y sin voto)	José Antonio Alepuz
<i>REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO</i> (Con voz y sin voto)	Isabel Gutiérrez

Comisión ejecutiva

GOBERNADOR

Jaime Caruana

SUBGOBERNADOR

Gonzalo Gil

CONSEJEROS

José M. González-Páramo
Julio Segura

DIRECTORES GENERALES DEL BANCO

(Con voz y sin voto)

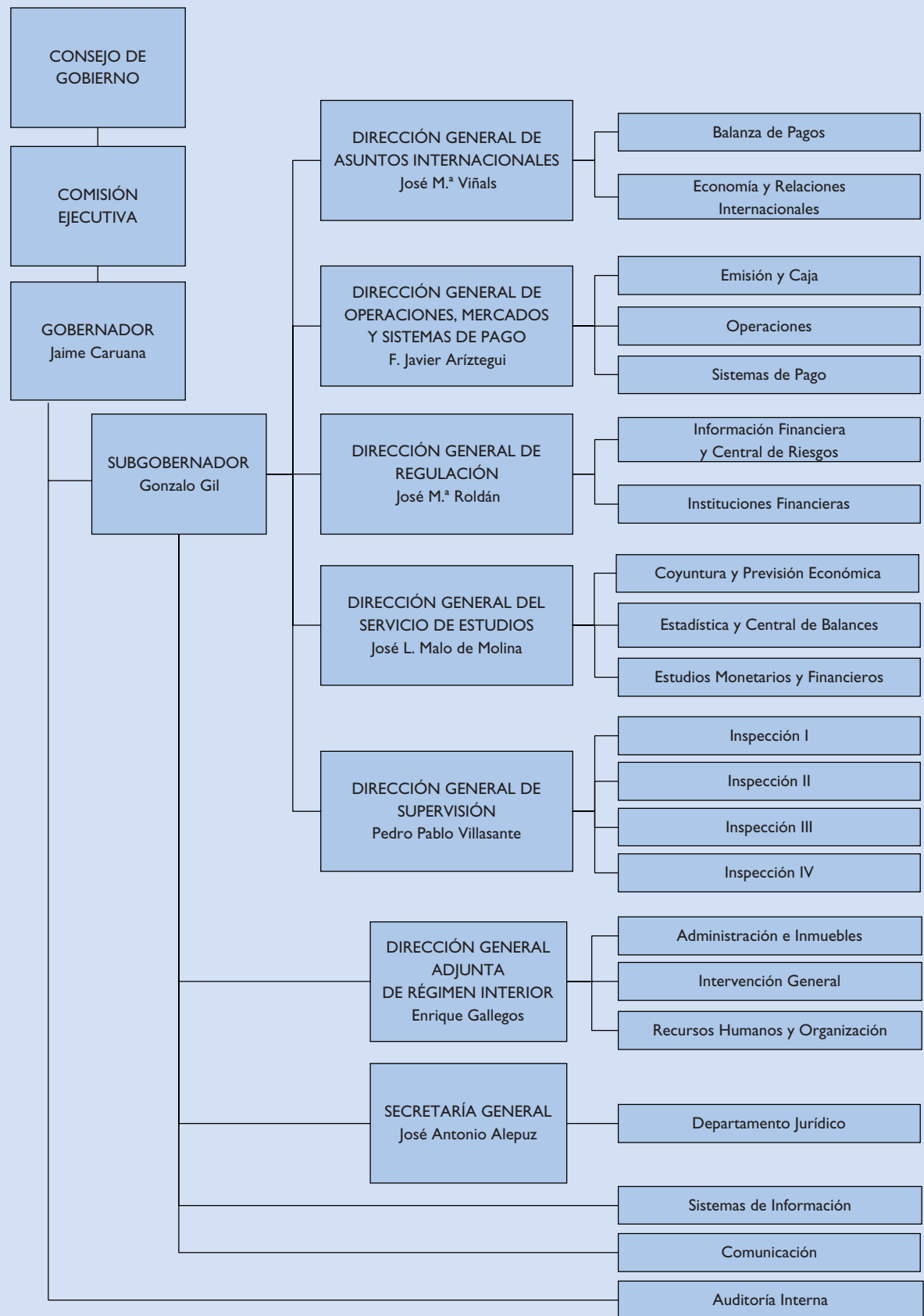
José Luis Malo de Molina
F. Javier Aríztegui
Pedro Pablo Villasante
José María Roldán
José María Viñals

SECRETARIO

(Con voz y sin voto)

José Antonio Alepuz

ORGANIGRAMA GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA



PUBLICACIONES
DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

INFORME ANUAL (ediciones en español e inglés) (▲)

CUENTAS FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (edición bilingüe: español e inglés) (anual) (▲)

BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA (ediciones en español e inglés) (anual) (▲)

CENTRAL DE ANOTACIONES EN CUENTA (anual) (▲)

BOLETÍN ECONÓMICO (mensual) (▲)

ECONOMIC BULLETIN (trimestral) (▲)

BOLETÍN ESTADÍSTICO (mensual) (▲)

BOLETÍN DE ANOTACIONES EN CUENTA (diario)

CENTRAL DE BALANCES. RESULTADOS ANUALES DE LAS EMPRESAS

NO FINANCIERAS (monografía anual) (▲)

CIRCULARES A ENTIDADES DE CRÉDITO (▲)

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA.

RECOPILACIÓN (cuatrimestral) (▲)

REGISTROS DE ENTIDADES (anual) (▲)

ESTABILIDAD FINANCIERA (ediciones en español e inglés) (semestral) (▲)

MEMORIA DEL SERVICIO DE RECLAMACIONES (anual) (▲)

MEMORIA DE LA SUPERVISIÓN BANCARIA EN ESPAÑA (ediciones en español e inglés) (anual) (▲)

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

38. FERNANDO GUTIÉRREZ Y EDUARDO FERNÁNDEZ: La empresa española y su financiación (1963-1982). (Análisis elaborado a partir de una muestra de 21 empresas cotizadas en Bolsa) (1985).
39. PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los gastos financieros y los resultados empresariales en condiciones de inflación (1986).
40. IGNACIO MAULEÓN, JOSÉ PÉREZ FERNÁNDEZ Y BEATRIZ SANZ: Los activos de caja y la oferta de dinero (1986).
41. MARÍA DOLORES GRANDAL MARTÍN: Mecanismos de formación de expectativas en mercados con retardo fijo de oferta: el mercado de la patata en España (1986).
42. J. RUIZ-CASTILLO: La medición de la pobreza y de la desigualdad en España, 1980-1981 (1987).
43. I. ARGIMÓN MAZA Y J. MARÍN ARCAS: La progresividad de la imposición sobre la renta (1989).
44. ANTONIO ROSAS CERVANTES: El Sistema Nacional de Compensación Electrónica (Primera edición, 1991. Segunda edición actualizada, 1995). (▲)
45. MARÍA TERESA SASTRE DE MIGUEL: La determinación de los tipos de interés activos y pasivos de bancos y cajas de ahorro (1991). (▲)

46. JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO: Imposición personal e incentivos fiscales al ahorro en España (1991). (▲)
47. PILAR ÁLVAREZ Y CRISTINA IGLESIAS-SARRIA: La banca extranjera en España en el período 1978-1990 (1992).
48. JUAN LUIS VEGA: El papel del crédito en el mecanismo de transmisión monetaria (1992). (▲)
49. CARLOS CHULIÁ: Mercado español de pagarés de empresa (1992). (▲)
50. MIGUEL PELLICER: Los mercados financieros organizados en España (1992). (▲)
51. ELOÍSA ORTEGA: La inversión extranjera directa en España (1986-1990) (1992).
52. ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y TERESA SASTRE: Ecuaciones de demanda para los nuevos agregados monetarios (1992). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
53. ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995). (▲)
54. JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996). (▲)
55. ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996). (▲)
56. JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996). (▲)
57. OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
58. JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
59. JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.^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 AND 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

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Las señaladas con (▲) están disponibles en versión electrónica.

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.) (▲)

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

13. ANTONIO GÓMEZ MENDOZA: Ferrocarril y mercado interior en España (1874-1913). Vol. II: Manufacturas textiles, materias textiles, minerales, combustibles y metales (vol. extra) (1985).
14. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Establecimiento de la partida doble en las cuentas centrales de la Real Hacienda de Castilla (1592). Vol. I: Pedro Luis de Torregrosa, primer contador del libro de caja (vol. extra) (1986).
15. ESPERANZA FRAX ROSALES: El mercado interior y los principales puertos, 1857-1920 (1987).
16. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Contribución al estudio de las ordenanzas de los Reyes Católicos sobre la Contaduría Mayor de Hacienda y sus oficios (vol. extra) (1988).
17. ALONSO DE OJEDA EISELEY: Índice de precios en España en el periodo 1913-1987 (1988).
18. ALEJANDRO ARIZCUN: Series navarras de precios de cereales, 1589-1841 (1989).
19. FRANCISCO COMÍN: Las cuentas de la hacienda preliberal en España (1800-1855) (1990).
20. CARLOS ALBERTO GONZÁLEZ SÁNCHEZ: Repatriación de capitales del virreinato del Perú en el siglo XVI (1991).
21. GASPAR FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. I: Alimentos (1991). (▲)
22. GASPAR FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. II: Combustibles, productos manufacturados y salarios (1991). (▲)
23. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Noticia del abastecimiento de carne en la ciudad de Burgos (1536-1537) (1992). (▲)
24. ANTONIO TENA JUNGUITO: Las estadísticas históricas del comercio internacional: fiabilidad y comparabilidad (1992). (▲)
25. MARÍA JESÚS FUENTE: Finanzas y ciudades. El tránsito del siglo XV al XVI (1992). (▲)
26. HERNÁN ASDRÚBAL SILVA: El Comercio entre España y el Río de la Plata (1778-1810) (1993). (▲)
27. JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993). (▲)
28. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994). (▲)
29. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994). (▲)

30. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994). (▲)
31. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995). (▲)
32. SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995). (▲)
33. FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
34. ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996). (▲)
35. M.^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996). (▲)
36. CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997). (▲)
37. EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998). (▲)
38. ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999). (▲)
39. MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000). (▲)
40. ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Amsterdam 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 (2002). (▲)

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0216 ALICIA GARCÍA HERRERO, JAVIER SANTILLÁN, SONSOLES GALLEGU, LUCÍA CUADRO AND CARLOS EGEA: Latin American financial development in perspective. (▲)
- 0217 SONSOLES GALLEGU, ALICIA GARCÍA HERRERO AND JESÚS SAURINA: The Asian and European Banking Systems: The case of Spain in the quest for development and stability. (▲)
- 0218 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ RESANO AND LILIANA TOLEDO FALCÓN: Futuros sobre acciones: Demanda e implicaciones sobre los mercados de renta variable. (▲)
- 0219 JOSÉ MANUEL CAMPA AND JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: Differences in exchange rate passthrough in the euro area.
- 0220 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: ISIS: Un indicador sintético integral de los Servicios de Mercado. (▲)
- 0221 MARCO HOEBERICHTS: The Credibility of Central Bank Announcements. (▲)
- 0222 KLAUS DESMET: Asymmetric Shocks, Risk Sharing, and the Latter Mundell. (▲)
- 0223 JOSÉ MANUEL CAMPA AND IGNACIO HERNANDO: Value creation in European M&As. (▲)
- 0224 JUAN AYUSO HUERTAS, DANIEL PÉREZ CID AND JESÚS SAURINA SALAS: Are capital buffers pro-cyclical? Evidence from Spanish panel data. (▲)

- 0225 ANDREW BENITO: Does job insecurity affect household consumption? (▲)
- 0226 ANDREW BENITO: Financial pressure, monetary policy effects and inventory adjustment by UK and Spanish firms. (▲)
- 0227 ANDREW BENITO AND IGNACIO HERNANDO: Extricate: Financial Pressure and Firm Behaviour in Spain. (▲)
- 0228 ANA DEL RÍO: El endeudamiento de los hogares españoles. (▲)
- 0229 GABRIEL PÉREZ QUIRÓS AND JORGE SICILIA: Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable? (▲)
- 0301 JAVIER ANDRÉS, EVA ORTEGA AND JAVIER VALLÉS: Market structure and inflation differentials in the European Monetary Union. (▲)
- 0302 JORDI GALÍ, MARK GERTLER AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: The euro area inefficiency gap. (▲)
- 0303 ANDREW BENITO: The incidence and persistence of dividend omissions by Spanish firms. (▲)
- 0304 JUAN AYUSO AND FERNANDO RESTOY: House prices and rents: an equilibrium asset pricing approach. (▲)
- 0305 EVA ORTEGA: Persistent inflation differentials in Europe. (▲)
- 0306 PEDRO PABLO ÁLVAREZ LOIS: Capacity utilization and monetary policy. (▲)
- 0307 JORGE MARTÍNEZ PAGÉS Y LUIS ÁNGEL MAZA: Análisis del precio de la vivienda en España. (▲)

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0301 GIANLUCA CAPORELLO AND AGUSTÍN MARAVALL: A tool for quality control of time series data. Program TERROR. (▲)
- 0302 MARIO IZQUIERDO, ESTHER MORAL Y ALBERTO UR-TASUN: El sistema de negociación colectiva en España: un análisis con datos individuales de convenios. (▲)

EDICIONES VARIAS (1)

- GABRIEL TORTELLA CASARES: La banca española en la Restauración (2 vols.) (1974). 6,25 €.
- NICOLÁS SÁNCHEZ ALBORNOZ: Los precios agrícolas durante la segunda mitad del siglo XIX. Vol. I: Trigo y cebada (1975). 3,13 €.
- MIGUEL ARTOLA: Los ferrocarriles en España, 1844-1943 (2 vols.) (1978). 12,50 €.
- LA ECONOMÍA ESPAÑOLA AL FINAL DEL ANTIGUO RÉGIMEN (4 vols.): I. Agricultura: Edición e introducción de Gonzalo Anes. II. Manufacturas: Edición e introducción de Pedro Tedde. III. Comercio y Colonias: Edición e introducción de Josep Fontana. IV. Instituciones: Edición e introducción de Miguel Artola (1982) (*).
- MIGUEL ARTOLA: La Hacienda del Antiguo Régimen (1982) (*).
- RAMÓN SANTILLÁN: Memoria Histórica sobre los Bancos Nacionales de San Carlos, Español de San Fernando, Isabel II, Nuevo de San Fernando y de España (1982). 3,13 €.
- CONGRESO SOBRE ARCHIVOS ECONÓMICOS DE ENTIDADES PRIVADAS. I. 1982. MADRID: Actas del primer congreso sobre archivos económicos de entidades privadas (1983). 3,13 €.
- GONZALO ANES, LUIS ÁNGEL ROJO, PEDRO TEDDE (Y OTROS): Historia económica y pensamiento social. Estudios en homenaje a Diego Mateo del Peral (1983) (*).

INTRODUCCIÓN A LA CONTABILIDAD. Nociones elementales para principiantes (1985). Centro de Formación del Banco de España. 3,13 €.

JOAQUÍN MUNS: Historia de las relaciones entre España y el Fondo Monetario Internacional, 1958-1982: Veinticinco años de economía española (1986) (*).

MIGUEL ARTOLA: La Hacienda del siglo XIX: progresistas y moderados (1986) (*).

TERESA TORTELLA CASARES: Índice de los primitivos accionistas del Banco Nacional de San Carlos (1986). 9,38 €.

GONZALO ANES ÁLVAREZ: Monedas hispánicas, 1475-1598 (1987). 25 €.

JUAN SARDÁ DEXEUS: Escritos (1948-1980) (1987). 12,50 €.

CENTRO DE ESTUDIOS JUDICIALES Y BANCO DE ESPAÑA: Aspectos jurídicos de las crisis bancarias (respuesta del ordenamiento jurídico). Ciclo de conferencias (1988). 9,38 €.

CONGRESO SOBRE ARCHIVOS ECONÓMICOS DE ENTIDADES PRIVADAS. II. 1986. MADRID: Actas del segundo congreso sobre archivos económicos de entidades privadas (1988). 6,25 €.

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Carlos (1782-1829) (1988) (*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Comentarios a las sentencias del Tribunal Constitucional de 22 de marzo de 1988 (1988). 6,25 €.

FERNANDO SERRANO MANGAS: Armadas y flotas de la plata (1620-1648) (1989). 12,50 €.

MARÍA TERESA OLAZ NAVARRO: Inventario de los fondos del Banco de San Carlos en archivos del Estado (1989) 9,38 €.

BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 48,08 €.

PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 12,50 €.

MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 3,13 €.

BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 5 €.

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 6,25 €.

RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (**).

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (*).

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND 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. (▲)

(1) Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**), o (***) que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos y Macmillan (Londres). Los precios indicados incluyen el 4 % de IVA.

DISTRIBUCIÓN, TARIFAS Y MODALIDADES DE SUSCRIPCIÓN

BANCO DE ESPAÑA				
I. ESTUDIOS E INFORMES		II. DIFUSIÓN ESTADÍSTICA		
PERIÓDICOS Informe anual (ediciones en español e inglés) Balanza de Pagos de España (anual) (ediciones en español e inglés) Boletín económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral) Central de Anotaciones. Memoria (anual) Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual) Estabilidad financiera (semestral) (ediciones en español e inglés) Memoria de la Supervisión Bancaria en España (anual) (ediciones en español e inglés)		Boletín estadístico (mensual) (actualización diaria en Internet) Cuentas financieras de la economía española (series trimestrales, publicación anual) (edición bilingüe: español e inglés) (actualización trimestral en Internet) Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual) (hay una edición en CD Rom) Central de Balances Trimestral (se incluye en los boletines económicos de marzo, junio, septiembre y noviembre) Boletín de anotaciones en cuenta (diario) (solo disponible en versión electrónica en la página web)		
NO PERIÓDICOS Estudios Económicos (Serie azul) Estudios de Historia Económica (Serie roja) Documentos de Trabajo Documentos Ocasionales Central de Balances: estudios de encargo Notas de estabilidad financiera Ediciones varias Manual de la Central de Anotaciones		III. LEGISLACIÓN FINANCIERA Y REGISTROS OFICIALES Circulares a entidades de crédito Circulares del Banco de España (recopilación) (cuatrimestral) Registros de entidades (anual)		
		IV. FORMACIÓN		
		Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos		
BANCO CENTRAL EUROPEO				
Informe anual, Boletín mensual y Otras publicaciones.				
INFORMACIÓN, SUSCRIPCIÓN Y VENTA				
<p>Todas las publicaciones que el Banco de España edite a partir de este momento, a excepción del <i>Boletín de la Central de Anotaciones</i>, Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos y Ediciones varias, se harán simultáneamente en impresión y en formato electrónico, que estará disponible en la página web del Banco de España (www.bde.es), donde podrán ser descargadas GRATUITAMENTE, así como un elevado número de publicaciones anteriores. La relación de las publicaciones descargables puede ser consultada en el Catálogo, que está publicado en la página anteriormente mencionada.</p>				
PUBLICACIONES IMPRESAS				
<p>Todas las publicaciones, a excepción del <i>Boletín estadístico</i>, Central de Balances: estudios de encargo, Circulares (recopilación), Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos y Ediciones varias, se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la Sección de Publicaciones mediante escrito a la dirección postal que figura al final de esta página. El Banco de España reserva un número limitado de ejemplares a este fin, agotados los cuales no se compromete a su reedición, pudiendo reducir el número de ejemplares demandados por un mismo solicitante.</p> <p>El Banco de España admite la incorporación a la lista de distribución de las siguientes publicaciones: <i>Boletín económico</i>, <i>Boletín Mensual del Banco Central Europeo</i>, <i>Documentos de Trabajo</i>, <i>Estabilidad financiera</i> y <i>Notas de estabilidad financiera</i>, reservándose el derecho de suspender el envío sin preaviso de ningún tipo, así como de reducir el número de ejemplares demandados por un mismo solicitante. Las personas interesadas en ser incluidas en estas listas deberán solicitarlo a la Sección de Publicaciones, mediante escrito a la dirección postal que figura al final de esta página.</p>				
PUBLICACIONES	TARIFAS (1)			
	VENTA		SUSCRIPCIÓN	
	ESPAÑA (IVA incluido)	EXTRANJERO (sin IVA)	ESPAÑA (IVA incluido)	EXTRANJERO (sin IVA)
Boletín estadístico	12,50 €	18,03 €	125,01 €	186,31 €
Circulares del Banco de España: recopilación completa	43,75 €	84,14 €	43,75 €	84,14 €
Circulares del Banco de España (recopilación): actualización anual			18,75 €	36,06 €
Central de Balances: estudios de encargo	Consultar al Servicio de Difusión de la Central de Balances (tels. 913 386 931, 913 386 929 y 913 386 930, fax 913 386 880; envíos postales a calle Alcalá, 50, 28014 Madrid).			
Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos	Consultar precios en el Catálogo			
Ediciones varias				
(1) Los precios para España llevan incluido el 4 % de IVA. Canarias, Ceuta, Melilla y extranjero están exentos del IVA, así como los residentes en el resto de la Unión Europea que comuniquen el NIF.				
<p>Los interesados en suscribirse (indicar la suscripción deseada) o en adquirir alguna de las publicaciones anteriores podrán hacerlo mediante: transferencia a la cuenta corriente 9000.0001.20.0250974114, abierta en el Banco de España en Madrid, a favor de Publicaciones del Banco de España; cheque nominativo a favor de Publicaciones del Banco de España; o en la ventanilla de Publicaciones, Alcalá, 50, 28014 Madrid. En el caso de optar por el pago por transferencia, tendrán que remitir copia de la orden de dicha transferencia, por correo o bien por fax (913 386 488); si elige el pago mediante cheque, podrá hacerlo, bien por correo, o en ventanilla.</p>				
Información: Banco de España, Sección de Publicaciones, Alcalá, 50, 28014 Madrid. Teléfono 913 386 364. e-mail: publicaciones@bde.es				
Información más detallada en: www.bde.es				