

BANCO DE ESPAÑA

informe anual

2000

informe anual

2000

BANCO DE ESPAÑA

Madrid 2001

El Banco de España difunde este Informe y la mayoría
de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección
<http://www.bde.es>

Siglas empleadas

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

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

Países		Monedas	
BE	Bélgica	EUR	Euro
DE	Alemania	BEF	Franco belga
GR	Grecia	DEM	Marco alemán
ES	España	GRD	Dracma griega
FR	Francia	ESP	Peseta
IE	Irlanda	FRF	Franco francés
IT	Italia	IEP	Libra irlandesa
LU	Luxemburgo	ITL	Lira italiana
NL	Países Bajos	LUF	Franco luxemburgués
AT	Austria	NLG	Florin neerlandés
PT	Portugal	ATS	Chelin austriaco
FI	Finlandia	PTE	Escudo portugués
		FIM	Marco finlandés
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	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.
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 periodos.
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.
»	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 30 de mayo

Índice general

	<i>Páginas</i>
CAPÍTULO I	
RASGOS BÁSICOS	
I.1. Los cambios en la coyuntura internacional	11
I.2. La desaceleración de la economía americana	12
I.3. El crecimiento económico de la UEM en la nueva coyuntura internacional.	14
I.4. La fase expansiva de la economía española dentro de la UEM	16
I.5. La corrección de los desequilibrios incipientes y la sostenibilidad del crecimiento y de la convergencia real	25
CAPÍTULO II	
EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO	
II.1. Visión global	33
II.2. Las principales economías industrializadas	36
II.2.1. Estados Unidos	36
II.2.2. Japón	40
II.2.3. Otras economías desarrolladas	41
II.3. Las economías emergentes	42
II.3.1. Los países aspirantes a la entrada en la Unión Europea	42
II.3.2. América Latina	43
II.3.3. El sudeste de Asia y otras zonas emergentes	46
CAPÍTULO III	
EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN	
III.1. Las condiciones económicas en el área del euro	51
III.1.1. La actividad y el empleo	51
III.1.2. Precios y costes	54
III.1.3. Las divergencias macroeconómicas en el área	56
III.2. Las políticas económicas del área del euro	57
III.2.1. La política fiscal	58
III.2.2. Las políticas estructurales	59
III.3. La política monetaria común y las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro ..	60
III.3.1. Las decisiones de política monetaria	60
III.3.2. Las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro	62

CAPÍTULO IV

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

IV.1. Las políticas económicas.....	69
IV.1.1. Condiciones monetarias y financieras en España.....	69
IV.1.2. Las políticas macroeconómicas internas.....	70
IV.2. La demanda.....	73
IV.3. La actividad.....	80
IV.4. El mercado de trabajo.....	82
IV.5. Los costes y los precios.....	87
IV.5.1. Los costes y los precios: las ramas productivas.....	88
IV.6. La competitividad.....	90
IV.7. La actividad de las Administraciones Públicas.....	93
IV.8. La balanza de pagos.....	97

CAPÍTULO V

LOS FLUJOS, MERCADOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

V.1. Las necesidades de financiación y los flujos financieros de la economía española.....	102
V.1.1. La cuenta de capital de los sectores institucionales.....	102
V.1.2. Los flujos financieros de la economía española.....	102
V.1.3. Los flujos financieros de los hogares y las sociedades no financieras.....	104
V.1.4. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas.....	108
V.1.5. La inversión y la financiación exterior de la economía española.....	110
V.2. Los mercados financieros españoles.....	112
V.2.1. Los mercados primarios.....	112
V.2.2. La actividad en los mercados secundarios.....	114
V.2.3. Los precios negociados en los mercados secundarios.....	115
V.3. Los intermediarios financieros españoles.....	117
V.3.1. Entidades de depósito.....	118
V.3.2. Inversores institucionales.....	124
V.4. La posición patrimonial de los sectores de la economía.....	126

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA. EJERCICIO DE 2000.....	131
--	------------

ANEJO LEGISLATIVO.....	155
-------------------------------	------------

ÍNDICES

ÍNDICE DE CUADROS.....	183
ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	185
ÍNDICE DE RECUADROS.....	187

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA

CONSEJO DE GOBIERNO.....	191
COMISIÓN EJECUTIVA.....	192
ORGANIGRAMA GENERAL.....	193

CAPÍTULO I

RASGOS BÁSICOS

La economía española ha proseguido durante el año 2000 y la parte transcurrida de 2001 la fase de expansión económica de los años precedentes, aunque ha ido experimentando una pérdida de dinamismo al verse afectada por un contexto internacional más incierto, como consecuencia, primero, del aumento del precio del petróleo y, más recientemente, de la pronunciada desaceleración de la economía norteamericana.

I.1. LOS CAMBIOS EN LA COYUNTURA INTERNACIONAL

El año 2000 ha sido uno de los más prósperos para la economía mundial desde la crisis de los años setenta. Así, el crecimiento mundial alcanzó el 4,8 %, muy por encima del 3,4 % registrado en 1999. Esta expansión de la actividad, que ha tenido su reflejo en el aumento de los flujos internacionales de comercio, que se incrementaron un 12,4 % respecto al año precedente, ha afectado a la mayor parte de las áreas geográficas, si bien ha resultado particularmente pronunciada en Estados Unidos y el sudeste asiático. El crecimiento económico se ha visto acompañado del mantenimiento de tasas de inflación moderadas o bajas en gran parte de las economías industrializadas, a pesar de que, durante el pasado año, se consolidó la tendencia ascendente de los precios del petróleo iniciada en el segundo trimestre de 1999.

No obstante, en la segunda mitad del año y, en especial, a partir del tercer trimestre, la situación económica internacional empezó a ofrecer síntomas de deterioro. En particular, la economía estadounidense redujo notablemente el ritmo elevado de crecimiento que había logrado mantener durante casi una década. Asimismo, en Japón, tras evidenciarse en la primera parte de 2000 indicios de recupera-

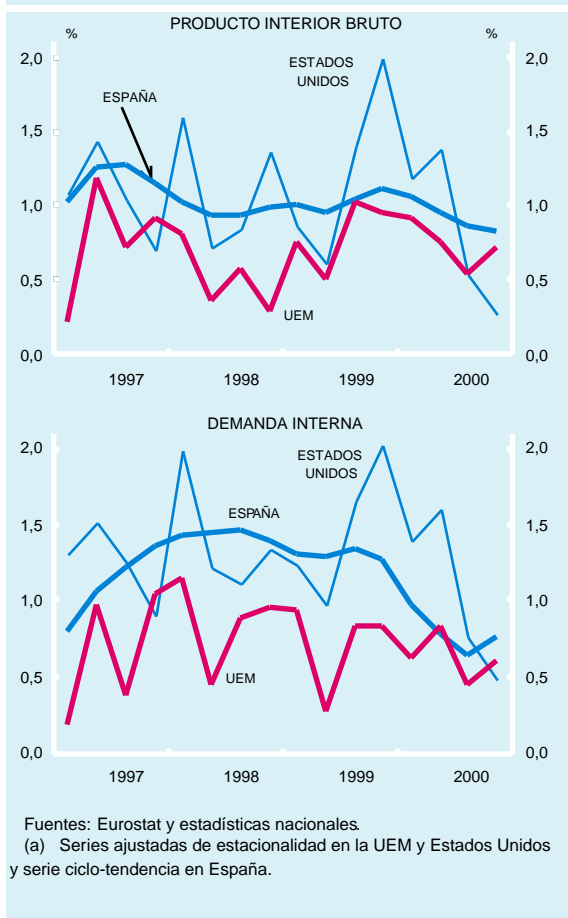
ción de la actividad, sobre todo ligados a la evolución de la inversión en los últimos meses, se reforzaron los signos de debilidad del gasto privado en un clima persistentemente deflacionario.

La desaceleración de la actividad en Estados Unidos vino acompañada de fuertes turbulencias en los mercados bursátiles y, en particular, de correcciones severas en los índices donde cotizan las empresas de internet y del sector de tecnología de la información y la comunicación, que se vieron afectadas por el descenso de sus beneficios y por la paralela corrección al alza del riesgo asignado por los inversores a los valores tecnológicos. La revisión del riesgo de los activos financieros afectó también a los instrumentos de renta fija, observándose a partir de los últimos meses del año 2000 un incremento de las primas de riesgo de los bonos empresariales que se ha mantenido en el año en curso. Estos desarrollos en los mercados financieros norteamericanos se han transmitido con celeridad al resto del mundo, donde se ha percibido un incremento de la volatilidad de las cotizaciones bursátiles y un aumento de los diferenciales de los tipos de interés de la deuda privada y de la deuda pública de las economías en desarrollo. Todo ello ha acontecido en un contexto en el que, en los mercados petrolíferos, el precio del barril, tras situarse a finales de 2000 por encima de los 30 dólares, parece haber iniciado una fase descendente poco definida y afectada por una gran variabilidad.

La desaceleración de la economía estadounidense, el clima de mayor inestabilidad en los mercados financieros internacionales y las fluctuaciones del precio del petróleo configuran un escenario de elevada incertidumbre que dificulta la evaluación de las perspectivas de la economía mundial para el medio y largo plazo. A un plazo más corto, estos elemen-

GRÁFICO 1.1

Producto interior bruto y demanda interna
Tasa de variación intertrimestrales (a)



tos han determinado ya un deterioro de la actividad en las economías del sudeste de Asia, como consecuencia de sus estrechos lazos comerciales con Estados Unidos —particularmente en los sectores tecnológicos—, sus amplias necesidades de financiación exterior y su pronunciada dependencia del petróleo. En América Latina, la pérdida de dinamismo de la economía norteamericana afectará con una intensidad desigual a los distintos países a través de su impacto contractivo sobre el comercio en la zona, que se verá aliviado por la relajación de los tipos de interés del dólar. En general, dada la diversa posición cíclica de las economías latinoamericanas, los efectos señalados podrían, en principio, propiciar una mayor convergencia de sus tasas de crecimiento en 2001.

La economía de la zona del euro, por su parte, ha alcanzado un elevado ritmo de crecimiento en el conjunto del año, que, sin embargo, ha ido moderándose como consecuencia de la mayor debilidad de la actividad en su entorno exterior y la evolución

desfavorable de los mercados financieros y energéticos internacionales en los últimos meses.

1.2. LA DESACELERACIÓN DE LA ECONOMÍA AMERICANA

En el año 2000, la economía de Estados Unidos ha completado un largo ciclo expansivo, de casi diez años, alcanzando una tasa de crecimiento del 5 %, la mayor desde 1984. En los últimos cuatro años, los aumentos del PIB han sido superiores al 4 %, mientras que la inflación se ha mantenido en niveles relativamente reducidos, si bien el pasado año se situó en el 3,4 %, como consecuencia del impacto directo sobre los precios de consumo del encarecimiento de la energía.

Es ya indudable que esta prolongada etapa de intenso crecimiento no inflacionario está, en gran medida, ligada a los avances tecnológicos producidos en la industria de la informática y de las telecomunicaciones. Estos procesos de innovación tecnológica, una vez difundidos al conjunto de los sectores, inducen aumentos muy pronunciados y persistentes del empleo y de la productividad. De este modo, las nuevas tecnologías parecen haber alterado el patrón de crecimiento y expandido el conjunto de posibilidades de producción, de modo que la economía norteamericana es ahora capaz de soportar, sin tensiones graves de precios, aumentos de la demanda interna que, en el pasado, habrían ocasionado incrementos sustanciales de la inflación.

No obstante, en la segunda mitad de 2000, después de haber estado creciendo por encima del 5,5 %, aparecieron síntomas, cada vez más evidentes, de agotamiento de la fase expansiva, al reducirse drásticamente el ritmo de crecimiento intertrimestral. Esta pronunciada desaceleración de la economía, aunque no viene acompañada de indicios que permitan cuestionar el aumento del crecimiento potencial, confirma que, en todo caso, la «nueva economía» no implica la eliminación ni, posiblemente, tan siquiera la suavización de los ciclos económicos.

En cambio, sí parecen percibirse modificaciones en las pautas habituales de las fluctuaciones cíclicas. En efecto, a diferencia de lo ocurrido al final de episodios expansivos previos, en los que los desequilibrios macroeconómicos acumulados se manifestaban, principalmente, en un aumento de la inflación que anunciaba el final de la etapa de auge, en esta ocasión, a pesar de la presión de la demanda, el co-

mienzo de la desaceleración cíclica no ha venido precedido de aumentos excesivos de los precios de consumo. Estos se han visto contenidos por incrementos sustanciales de la productividad, que han mitigado el encarecimiento de los costes laborales; por la flexibilidad de los mercados de productos y trabajo; y por una instrumentación de la política monetaria que ha combinado flexibilidad, ante el aumento de las posibilidades de crecimiento, con el mantenimiento de una firme credibilidad en su orientación antiinflacionista.

La moderación de las tasas de inflación no ha impedido, sin embargo, que durante la fase alcista del ciclo hayan aparecido desequilibrios macroeconómicos y financieros, en buena medida ligados al propio proceso de transformación de la estructura productiva. Las numerosas e importantes innovaciones en la industria de la informática y las telecomunicaciones despertaron rápidamente expectativas muy optimistas sobre la rentabilidad potencial de los proyectos de incorporación de las nuevas tecnologías a los procesos productivos. Esto condujo a un considerable aumento de la formación bruta de capital fijo privada —que creció a una tasa media anual en el período 1997-2000 cercana al 10 %— y, sobre todo, del componente de inversión en capital tecnológico —que ha aumentado, en ese período, a tasas anuales superiores al 20 %—. Si bien este rápido incremento de la dotación de capital explica, como señalan estudios recientes, una gran parte del aumento observado de la productividad agregada, la velocidad del proceso ha podido resultar demasiado rápida, dando lugar, en algunos casos, a una capacidad excesiva y, en otros, a una selección inadecuada de los proyectos de inversión.

Asimismo, las favorables perspectivas de negocio de las empresas tecnológicas, alimentadas por la expansión de la demanda doméstica e internacional de los nuevos equipos y aplicaciones, propiciaron el incremento espectacular de sus cotizaciones bursátiles, de modo que el índice NASDAQ se multiplicó casi por cuatro entre enero de 1996 y marzo de 2000. Aunque la revalorización de las acciones tecnológicas aparece, en principio, como una consecuencia lógica de la propia expansión de la industria, en ocasiones los mercados han sobrevalorado las acciones de estas empresas, cuyos beneficios potenciales dependen no solo de la demanda esperada de sus productos, sino del incierto grado de competencia al que deberán hacer frente, una vez que la industria alcance un grado suficiente de madurez.

En todo caso, el aumento de las cotizaciones de las empresas tecnológicas, en un clima expansivo, empujó al alza a los índices bursátiles —el índice Dow Jones prácticamente se duplicó entre 1996 y 2000—, generando incrementos considerables del valor de las carteras de empresas y familias. En el caso de los hogares, el aumento de la riqueza financiera impulsó una expansión intensa del consumo, que resultó muy superior al que podría ser explicado por el aumento paulatino de la renta disponible, reduciendo progresivamente las tasas de ahorro, que alcanzaron niveles negativos, y situando el endeudamiento de las familias en el 92 % de su renta, en el tercer trimestre del pasado año. El intenso crecimiento de la inversión y la reducción progresiva de la tasa de ahorro de las familias ocasionaron, a pesar del ahorro acumulado por el sector público, un incremento notable de las necesidades de financiación de la nación, que, en el año 2000, se ha manifestado en un déficit por cuenta corriente del 4,4 % del PIB.

Es evidente que, ni el aumento del *stock* de capital a tasas como las observadas en los últimos años, ni el progresivo deterioro del ahorro privado y del saldo exterior son procesos que puedan ser sostenibles en el medio plazo, sobre todo si, como parece haber ocurrido, el clima de euforia ha generado en algunos casos un exceso de capital instalado y un incremento de la vulnerabilidad financiera de empresas y familias. De hecho, los datos correspondientes a los dos últimos trimestres de 2000 y al primero de 2001 muestran una profunda desaceleración, primero, y un estancamiento, después, de la inversión, que resultan coherentes con la culminación del ciclo inversor, y que ha provocado una fuerte ralentización de la productividad. Esta evolución de la formación bruta de capital fijo ha transcurrido pareja a una moderación sustancial de los beneficios de las empresas tecnológicas, que ha precipitado una reducción importante de su valoración bursátil, al descender el índice NASDAQ, en más del 60 %, en el año transcurrido hasta marzo de 2001. La corrección bursátil ha inducido una incipiente moderación del consumo, a pesar de que, todavía en el primer trimestre del presente año, este crecía a una tasa anualizada algo superior al 3 %.

De este modo, tal y como ha ocurrido en episodios cíclicos anteriores, el agotamiento del proceso inversor parece estar en la base del cambio de fase cíclica. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en el pasado, el proceso de transmisión del descenso

de la inversión al consumo no está transcurriendo a través de los canales habituales, ligados a la evolución del empleo, los salarios y, por lo tanto, de la renta disponible corriente. En esta ocasión, la moderación del gasto de los hogares parece estar basándose en una revisión a la baja de las expectativas de rentas futuras, en el aumento de la incertidumbre sobre la evolución previsible de los ingresos financieros y salariales y en la pérdida de valor de la riqueza de las familias. Estos elementos podrían impulsar a las economías domésticas a restaurar su situación financiera en el futuro próximo mediante el aumento de sus deprimidas tasas de ahorro.

En este contexto, la instrumentación de la política monetaria por parte de la Reserva Federal ha tenido que responder a un entorno más complejo. En una etapa como la actual, caracterizada por un cambio estructural profundo, asociado al cambio técnico, resulta complejo estimar la tasa de crecimiento potencial de la economía y, por lo tanto, evaluar en qué medida la presión de la demanda supone un peligro para la estabilidad de los precios. Además, la mayor vulnerabilidad de la situación patrimonial de las familias exige una modulación cuidadosa de las acciones de política monetaria con el fin de evitar episodios de inestabilidad generalizada. Durante los últimos trimestres de la fase expansiva, la Reserva Federal graduó subidas moderadas de los tipos de interés con el doble objetivo de frenar los excesos de gasto, favorecidos por la euforia bursátil, y de afianzar la certidumbre sobre el mayor potencial de crecimiento de la economía en condiciones de estabilidad macroeconómica. Cuando los efectos de la desaceleración se hicieron patentes, los recortes de tipos de interés se aplicaron con rapidez e intensidad (2,5 puntos porcentuales hasta mayo del año 2001), tratando de contribuir a sentar las bases para una pronta recuperación, en ausencia de riesgos inflacionistas, y a mitigar los efectos que sobre la confianza de las empresas y las familias estaba teniendo la fuerte desvalorización de la riqueza financiera.

En todo caso, se espera que la corrección cíclica permita reducir los desequilibrios internos y externos de la economía norteamericana, y depurar su estructura productiva de aquellos proyectos empresariales cuya supervivencia estaba excesivamente ligada al clima expansivo. Si estos procesos tienen lugar de manera ordenada, sin que se produzca un ajuste excesivo en las decisiones de gasto, la economía podría retomar pronto una nueva fase expansi-

va, caracterizada, como la anterior, por incrementos paralelos del producto, el empleo y la productividad de los factores. No obstante, el mayor riesgo reside, sin duda, en la posibilidad de una sobrereacción de los mercados financieros y cambiarios ante la continuación, e incluso, el posible agravamiento de los indicios de ralentización de la actividad, que podría verse acentuada si se produjese un rápido aumento del desempleo. Una caída brusca de las cotizaciones bursátiles podría ocasionar efectos depresivos que se extenderían, en mayor o menor medida, al conjunto de la economía mundial.

I.3. EL CRECIMIENTO ECONÓMICO DE LA U.E.M. EN LA NUEVA COYUNTURA INTERNACIONAL

La zona del euro no ha alcanzado en los últimos años los ritmos de crecimiento registrados en Estados Unidos y los indicios de que Europa pueda atravesar, en el futuro próximo, un cambio estructural similar al experimentado por la economía norteamericana son todavía muy débiles. Si bien los nuevos equipos y aplicaciones informáticas y de telecomunicaciones se han ido incorporando progresivamente a los procesos productivos y a los canales de distribución, la economía europea ha tenido, hasta ahora, dificultades para competir internacionalmente en los sectores productores de las nuevas tecnologías, precisamente aquellos que, en el caso de Estados Unidos, explican una mayor parte del incremento observado de la productividad agregada. De hecho, en la zona del euro, el crecimiento de la productividad se ha mantenido por debajo del 1,5 % en los últimos tres años.

En parte, como consecuencia de esta escasa expansión de la productividad, en comparación con otras áreas geográficas, las empresas de la zona del euro han tratado de alcanzar tasas de rentabilidad más altas mediante inversiones principalmente directas en mercados exteriores más dinámicos. Estas exportaciones de capital, orientadas en muchos casos a la búsqueda por parte de las empresas de un tamaño adecuado, mediante fusiones y adquisiciones, para competir en un entorno más globalizado, han contribuido a la fortaleza del dólar durante 1999 y gran parte del año 2000, y han intensificado la demanda de financiación —en unas condiciones muy favorables—, tanto de los mercados de capitales como del sistema bancario. Este comportamien-

to explica una parte importante de la aceleración del crédito concedido a las empresas durante el año 2000, que alcanzó una tasa interanual de crecimiento de casi el 11 %, frente a menos de un 6 % en 1999.

En este marco, uno de los retos principales para las autoridades económicas europeas es sentar las bases que permitan situar la rentabilidad del capital invertido en niveles comparables a los de Estados Unidos, mediante el pleno aprovechamiento de las oportunidades que ofrece la nueva economía. De acuerdo con la experiencia americana, esto exige, por un lado, la flexibilización del funcionamiento de los mercados de productos y trabajo, de modo que la ausencia de rigideces en el ajuste de los precios y la mayor competencia generen los incentivos precisos para la inversión y la adopción de los sistemas productivos más eficientes. Por otro, resulta necesario avanzar en el arraigo de una cultura más propensa a la asunción de riesgos y en el perfeccionamiento de los mercados de capitales, favoreciendo la financiación de las iniciativas de capital-riesgo. Paralelamente, el incremento de la eficiencia y la competitividad de la economía europea requiere cambios profundos en los sistemas educativos y de formación que permitan, mediante la acumulación de capital humano, una mayor versatilidad y adaptabilidad de la mano de obra al nuevo entorno tecnológico.

En el Consejo Europeo de Lisboa, celebrado en marzo del pasado año, se identificaron una serie de acciones tendentes a facilitar el progreso en la producción y la difusión de las nuevas tecnologías. Entre ellas se encuentran: la reducción de las barreras administrativas que dificultan la creación de empresas innovadoras, la integración de los avances informáticos en los programas educativos de los centros de enseñanza y la utilización más intensa de la red y la plena integración de los mercados de telecomunicaciones antes del final del año en curso. Del éxito de las iniciativas de las autoridades europeas en estos ámbitos, que resultan particularmente relevantes en los países que han mostrado hasta ahora menos ambición en la adopción de reformas estructurales, dependerá, en gran medida, que Europa pueda aspirar a aumentar significativamente su tasa de crecimiento potencial.

No obstante, si bien los retos que tiene por delante la economía europea son muy importantes, su actual situación macroeconómica es relativamente sólida, lo que configura unas condiciones propicias

para la adopción de las reformas estructurales comprometidas. En el último año, el PIB aumentó un 3,4 % —según datos provisionales—, casi un punto por encima de la tasa correspondiente a 1999. Esta aceleración del producto agregado de la economía fue la consecuencia del mantenimiento del dinamismo de la demanda interna, que ha crecido a tasas similares desde 1998, y la progresiva recuperación del sector exterior —a partir de la segunda mitad de 1999, tras la superación de la crisis de los mercados emergentes—, en parte favorecida por la depreciación del tipo de cambio del euro.

El mantenimiento de ritmos relativamente elevados de crecimiento de la demanda interna no ha supuesto un deterioro apreciable de la situación patrimonial del sector privado. De hecho, resulta destacable que, a pesar del aumento del consumo, la tasa de ahorro bruto de los hogares apenas ha descendido en 1,4 puntos porcentuales durante la expansión del período 1997-2000, frente a la reducción de 5,6 puntos observada en Estados Unidos (véase recuadro I.1). Ello ha conducido a que el nivel de endeudamiento de las familias, en términos de la renta disponible, se mantenga en niveles moderados, muy inferiores a los vigentes en la economía estadounidense, incluso con anterioridad al comienzo del auge bursátil.

Un elemento adicional que ha contribuido de forma eficaz al mantenimiento de un entorno de estabilidad macroeconómica en Europa ha sido la moderación salarial. Aun cuando se ha producido un repunte de los precios de consumo, como consecuencia de los aumentos de los precios del petróleo y de la depreciación del tipo de cambio del euro, la contención de los costes laborales ha evitado, en general, la realimentación del proceso inflacionista que hubiera ocasionado la incorporación mecánica de incrementos transitorios en el nivel general de precios a las demandas salariales. Así, la ausencia, en la mayor parte de los países, de mecanismos de indexación salarial automática, ha permitido el mantenimiento de tasas de inflación moderadas, a pesar de los aumentos modestos de la productividad. Asimismo, esta evolución de los costes laborales, en conjunción con las reformas del mercado de trabajo instrumentadas en algunos países, ha favorecido la creación de numerosos puestos de trabajo. Es significativo, en este sentido, que el empleo haya crecido en la zona del euro en el año 2000 un 2 %, tasa similar a la de 1999, muy por encima de los registros medios históricos.

Por su parte, la política presupuestaria, al proseguir el proceso de consolidación fiscal situando el déficit público agregado de la zona en el 0,7 % del PIB —excluyendo los ingresos por la venta de licencias de telefonía móvil (UMTS)—, ha contribuido al mantenimiento de un entorno macroeconómico propicio para el desarrollo de la actividad económica. En los próximos ejercicios, no obstante, sería deseable que se intensificara el esfuerzo de contención del gasto con objeto de reducir los todavía elevados niveles de endeudamiento público, en un contexto en el que el envejecimiento de la población planteará retos importantes para las finanzas públicas en el medio plazo.

De este modo, si bien la economía europea mantiene deficiencias estructurales que lastran su potencial de crecimiento, la saneada situación patrimonial del sector privado, junto con la moderación salarial vigente y el proceso de reducción de los desequilibrios fiscales constituyen un conjunto de fundamentos internos relativamente sólidos que contribuirán a que la economía de la zona del euro mantenga un avance satisfactorio en el futuro próximo. Por otra parte, a pesar de la creciente importancia del entorno exterior, la exposición directa de la zona a la desaceleración de la economía norteamericana es todavía limitada. En estos momentos, las exportaciones a Estados Unidos suponen un 17 % del total de ventas al exterior, lo que apenas representa el 2 % del PIB de la UEM. Más importantes son, potencialmente, los vínculos indirectos entre ambas economías a través de la conexión de los mercados de capitales y de los posibles efectos sobre la confianza de los consumidores e inversores europeos de la mayor incertidumbre en la escena económica internacional. No obstante, si bien una ralentización profunda y duradera de la economía norteamericana, sobre todo si va acompañada de una corrección bursátil severa y de turbulencias en los mercados cambiarios, incidiría de modo sensible sobre la zona del euro, la menor madurez del ciclo económico en la UEM y la ausencia de desequilibrios macroeconómicos y financieros relevantes suministran unas bases suficientes para el mantenimiento de un cierto dinamismo económico, a pesar de la desaceleración en el ritmo de crecimiento que se ha dejado sentir a partir de la segunda mitad de 2000.

La instrumentación de la política monetaria del BCE no se ha encontrado con las dificultades a las que la Reserva Federal ha tenido que hacer frente

en Estados Unidos, dadas la ausencia de cambios significativos en el producto potencial, la importancia limitada de los mercados bursátiles en el mecanismo de transmisión de la política monetaria en la zona del euro y la holgada situación patrimonial del sector privado. No obstante, ante las presiones inflacionistas derivadas de la elevación de los precios internacionales de la energía y de la depreciación del tipo de cambio, el BCE tuvo que adaptar el tono de la política monetaria, aminorando su carácter inicialmente expansivo, en un contexto en el que la economía mantenía tasas de crecimiento netamente superiores a la de su producto potencial y los agregados monetarios se expandían por encima de su nivel de referencia. Tras aplicarse, a lo largo del pasado año, una subida acumulada de 1,75 puntos porcentuales en el tipo de las operaciones principales de financiación del Eurosistema y producirse una cierta recuperación del tipo de cambio del euro a partir de noviembre, las condiciones monetarias en la zona del euro adquirieron un tono menos acomodante. Sin embargo, en los últimos meses, a pesar de que las perspectivas de crecimiento para el futuro próximo son todavía relativamente favorables y los precios mantienen tasas de variación interanual superiores al 2 %, la ralentización de la actividad económica —como consecuencia del desfavorable entorno exterior— ha facilitado la moderación de los riesgos inflacionistas. Esto, junto con la desagregación de los agregados monetarios y crediticios, ha propiciado que, en mayo, el BCE rebajara ligeramente sus tipos oficiales, hasta situarlos en el 4,5 %.

I.4. LA FASE EXPANSIVA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA DENTRO DE LA U.E.M.

La economía española se ha visto influida por los cambios de la coyuntura internacional y, especialmente, por la trayectoria de la zona euro y la política monetaria única del BCE, aunque en lo fundamental ha seguido las pautas que se derivan de la maduración de su propio patrón cíclico, que presenta rasgos específicos frente a lo que está ocurriendo en Europa y en Estados Unidos.

El aumento del producto interior bruto (PIB) real en el año 2000 fue del 4,1 %, similar al registrado en el promedio de los años 1997-2000, continuando la fase de auge cíclico que ha tenido lugar a lo largo de este período (véase cuadro I.1). La economía es-

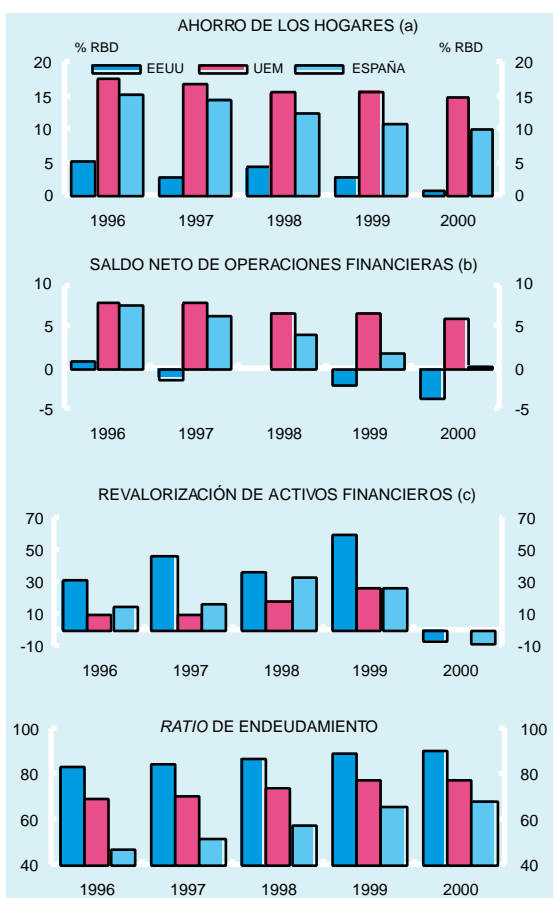
La situación patrimonial de los hogares en Estados Unidos, la UEM y España

La situación patrimonial de las familias puede analizarse atendiendo a variables flujo —como la tasa de ahorro o el ahorro financiero neto— y a variables *stock* —como el saldo de activos financieros neto de pasivos o la *ratio* de endeudamiento—. Esta situación patrimonial es un reflejo de la situación económica y, al mismo tiempo, representa un condicionante muy relevante de su evolución futura.

Como se señala en la parte superior del gráfico adjunto, en las dos últimas décadas se ha observado una tendencia decreciente de la tasa de ahorro de las familias, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro. Las razones de este comportamiento podrían ser: el elevado aumento de la riqueza financiera de las familias, asociada al boom bursátil de los últimos años, que permite a los hogares ser más optimistas sobre su capacidad de pago; el desarrollo del sistema financiero, que facilita el endeudamiento de las familias mediante fórmulas más flexibles y menos costosas; un entorno macroeconómico más estable, con tipos de interés más bajos, que tienden a desincentivar el ahorro y animar el endeudamiento. Estos fenómenos han empujado a los hogares a incrementar de forma notable su propensión media al consumo.

En los últimos cinco años, la tendencia decreciente del ahorro de las familias se ha hecho especialmente marcada en Estados Unidos. Esta evolución ha hecho descender la capacidad de financiación de las familias (ahorro financiero neto), hasta el punto que esta ha alcanzado niveles negativos a partir de 1997 (véase segunda parte del gráfico), coincidiendo con el comienzo del auge bursátil. De este modo, las familias han recurrido al endeudamiento para financiar decisiones muy expansivas de gasto e inversión, apoyadas en la revalorización de su patrimonio (véase tercera parte del gráfico). En ese período, el descenso de la capacidad de financiación de las familias ha sido mucho más moderado en el área del euro, al permanecer en niveles superiores al 7 % de la renta disponible hasta 1999 —último año para el que se dispone de datos agregados. De este modo (véase última parte del gráfico), la situación patrimonial de las familias europeas resulta menos vulnerable que la de las norteamericanas, al estar sujetas aquellas a un endeudamiento que resulta notoriamente inferior —en más de un 20 %— en términos de la renta disponible. No obstante, en ambos casos, la deuda acumulada ocupaba una proporción similar de los activos financieros poseídos por las familias —en torno al 20 %—. Esta moderada *ratio* de endeudamiento, en relación con la riqueza financiera, es, en gran medida, la consecuencia de la intensa revalorización de las carteras y, por lo tanto, está sujeta a las oscilaciones de los mercados.

La evolución de la situación patrimonial de las familias españolas representa, en algunos aspectos, un caso intermedio. El descenso de la tasa de ahorro desde 1995 ha sido inferior a la de Estados Unidos y claramente superior a la de la zona euro. Esto, unido al fuerte crecimiento de la inversión inmobiliaria, ha producido un deterioro sensible de la capacidad de financiación de las familias, que se ha hecho casi nula en el año 2000. Este proceso responde, fundamentalmente, al aumento del valor de las carteras —superior al observado en la UEM— en un entorno cíclico muy favorable, pero también parece el resultado de la sucesiva adaptación de las decisiones de inversión y financiación de los agentes a un entorno de mayor estabilidad macroeconómica. Así, pese al fuerte aumento del crédito bancario a las familias en los últimos años, las *ratios* de endeudamiento en términos de la renta disponible son todavía inferiores a las correspondientes tanto a Estados Unidos como al conjunto de la zona del euro, si bien la distancia con esta última ha descendido notablemente en los últimos años. En proporción sobre el saldo de activos financieros, las familias españolas se encuentran en una situación similar a la de las otras dos áreas. No obstante, la proporción de los activos totales de las familias correspondiente a activos financieros es, en el caso de España, sensiblemente inferior a la de Estados Unidos y, en menor medida, a la de la UEM. De este modo, la vulnerabilidad de la situación patrimonial de los hogares españoles a las cotizaciones bursátiles resulta menor, si bien su exposición a la evolución del precio de la vivienda es, en cambio, superior.



Fuentes: OCDE, Eurostat, Reserva Federal, BCE y Banco de España.

RBD: Renta bruta disponible.

(a) Aproximado como la suma del saldo neto de operaciones financieras más la inversión residencial.

(b) Para la UEM, hasta 1999, los datos se toman de las cuentas financieras anuales de Eurostat. El año 2000 es una estimación del Banco de España a partir de la cuenta sectorial de los hogares de la Comisión Europea.

(c) Para la UEM, la información disponible es hasta 1999.

Principales indicadores de la economía española

	1996	1997	1998	1999	2000
DEMANDA Y PRODUCTO A PRECIOS CONSTANTES (a):					
Consumo privado	2,2	3,1	4,5	4,7	4,0
Consumo público	1,3	2,9	3,7	2,9	2,6
Formación bruta de capital	1,8	4,7	10,1	9,5	5,3
Exportación de bienes y servicios	10,4	15,3	8,3	6,6	10,8
Importación de bienes y servicios	8,0	13,3	13,4	11,9	10,4
Producto interior bruto	2,4	3,9	4,3	4,0	4,1
EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (a):					
Empleo total	1,2	3,2	3,8	3,6	3,3
Remuneración por asalariado	4,5	2,1	2,8	2,8	4,0
Costes laborales unitarios	3,3	1,4	2,2	2,3	3,2
Deflactor del PIB	3,5	2,2	2,3	2,9	3,5
Índice de precios de consumo (media anual)	3,6	2,0	1,8	2,3	3,4
Índice de precios de consumo (DIC-DIC)	3,2	2,0	1,4	2,9	4,0
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (b):					
Ahorro de los sectores residentes (c)	23,1	23,8	23,7	23,5	23,6
<i>Administraciones Públicas (c)</i>	-1,8	0,0	0,8	2,2	3,0
Inversión de los sectores residentes	21,9	22,2	23,2	24,7	25,9
<i>Administraciones Públicas</i>	3,2	3,2	3,4	3,4	3,3
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación					
nacional de los sectores residentes	1,2	1,6	0,5	-1,1	-2,2
<i>Administraciones Públicas</i>	-4,9	-3,2	-2,6	-1,2	-0,3
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	68,1	66,7	64,7	63,4	60,6
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (d):					
Tipo de intervención semanal del BCE	—	—	—	2,7	4,1
Tipo de intervención del Banco de España	7,5	5,4	4,2	—	—
Tipo de la deuda pública a diez años	8,7	6,4	4,8	4,7	5,5
Tipo sintético del crédito bancario	9,7	7,2	5,9	4,9	5,9
Índice General de la Bolsa de Madrid (base DIC 1985 = 100)	367,3	556,1	817,7	894,4	994,8
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,270	1,134	1,120	1,067	0,924
Índice de competitividad de España frente a los países desarrollados (nominal) (base 1999 I=100)	105,2	100,7	100,4	98,7	95,8
Índice de competitividad de España frente a los países desarrollados (real) (base 1999 I=100) (f)	103,5	99,3	99,6	99,0	97,4
Activos financieros líquidos (g)	9,7	7,9	3,7	1,4	2,6
Activos líquidos ampliados (g)	10,2	10,4	8,1	6,8	2,7
Financiación total de las familias	10,8	14,6	19,3	19,6	17,4
Financiación total de las empresas no financieras	5,0	9,2	14,7	19,3	20,1

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

(a) Tasas de variación.

(b) Niveles en porcentajes del PIB. Las cifras de ahorro e inversión para 2000 son estimaciones del Banco de España.

(c) Incluye transferencias netas de capital recibidas.

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

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

(f) Medidos con precios de consumo.

(g) De las sociedades no financieras y de los hogares.

pañola ha mantenido en estos años, por tanto, un diferencial de crecimiento importante con los países de la zona del euro, no solo por la menor repercusión de la crisis de los mercados asiáticos en la actividad exportadora, sino, fundamentalmente, por los efectos expansivos derivados de la entrada en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y los avances realizados en la liberalización de los mercados y la mejora de su entorno competitivo.

Las cotas de estabilidad macroeconómica y los niveles de credibilidad y confianza alcanzados por la economía española hicieron posible el desarrollo de una etapa de auge particularmente fructífera, tanto en términos de crecimiento del producto como de generación de empleo, lo que ha permitido avanzar en el proceso de convergencia real con los países de la UE.

Aunque la comparación de la fase expansiva de estos años (1997-2000) con otras anteriores se encuentra condicionada por los diferentes puntos de partida en términos de equipamiento, liberalización de los mercados, nivel de apertura e integración en el contexto internacional, en la evolución reciente se perciben con nitidez las ventajas derivadas de los postulados de estabilidad inherentes al ingreso en la UEM y del esfuerzo realizado en el aumento de la competencia. Así, aunque la tasa de variación media anual del PIB real en el promedio del período 1997-2000 (del 4,1 %) fue inferior a la de otros episodios de auge, el crecimiento ha sido más equilibrado y se ha materializado en un descenso de la tasa de desempleo particularmente intenso —de más de nueve puntos porcentuales en los cuatro últimos años, hasta alcanzar el 13,6 % de la población activa en el cuarto trimestre del año 2000, según la EPA—, que evidencia los beneficios que para la creación de empleo ha supuesto la contención en el crecimiento de los costes salariales y los avances realizados en la flexibilización del mercado de trabajo. El cambio de expectativas sobre el crecimiento del empleo y la estabilidad de la economía fueron un estímulo adicional en las decisiones de gasto de los consumidores, cuyos niveles de confianza alcanzaron cotas muy elevadas, mientras que las empresas experimentaban aumentos notables en sus niveles de rentabilidad, que en un contexto en el que el recurso a la financiación ajena resultaba relativamente barato, creaban condiciones propicias para la expansión de la actividad y la capacidad productiva.

A este entorno favorable había contribuido también la moderación de los precios internacionales,

que se vio interrumpida, no obstante, por las alzas que empezaron a registrarse en el precio del crudo de petróleo a comienzos de 1999, y que alcanzaron su máxima intensidad en el año 2000, coincidiendo con un momento en el que la tasa de crecimiento de la economía y el comercio mundial alcanzaban cotas particularmente elevadas. El impacto inflacionista y los efectos moderadores del crecimiento y del aumento de los precios energéticos se transmitieron con desigual intensidad a los distintos países, afectando en mayor medida a los que, como España, tienen mayor grado de dependencia de la energía importada y se encuentran más avanzados en la fase de auge del ciclo. Los efectos de la desaceleración de la economía norteamericana en la segunda mitad del año 2000 y la incertidumbre sobre la evolución de los mercados bursátiles, que se han extendido a los primeros meses del año 2001, han afectado, también, a las expectativas sobre el dinamismo a corto plazo de la economía española.

En el caso de España, el desarrollo de estos acontecimientos tuvo lugar en un momento en el que las condiciones monetarias comunes establecidas para el conjunto de la zona euro resultaban particularmente holgadas, y sus efectos sobre los precios solo pudieron verse parcialmente contrarrestados por el tono moderadamente restrictivo que adoptó la política fiscal, y por los avances realizados en la liberalización de los mercados con el fin de aumentar el crecimiento potencial de la economía. En todo caso, la persistencia, por cuarto año consecutivo, de fuertes ritmos de crecimiento en la demanda —interna y externa— constituía un factor potencialmente generador de desequilibrios que empezaron a manifestarse a través de algunas tensiones alcistas de precios y en la notable ampliación del déficit comercial, así como en el descenso de la tasa de ahorro privado que ha llevado a las familias a incrementar considerablemente su grado de endeudamiento. El efecto conjunto del encarecimiento de la energía importada sobre los costes de producción y las cuentas con el exterior y del deterioro de los mercados internacionales ampliaron el alcance de estos desequilibrios incipientes, con el consiguiente empeoramiento a lo largo del año 2000 de los niveles de confianza de las familias y empresas, cuyo gasto comenzó a flexionar, moderadamente, en la segunda mitad del ejercicio. De esta manera, la economía española se ha adentrado en el año 2001 habiendo sobrepasado el máximo de su actual fase expansiva, en un momento de maduración cíclica más avanzado que el que está atravesando la zona euro,

pero sin que los síntomas de desequilibrios patrimoniales en el sector privado —que normalmente acompañan a las etapas largas de crecimiento— hayan alcanzado la intensidad que están teniendo en la economía americana.

La economía española mantuvo en el año 2000 un ritmo de crecimiento del PIB real elevado, que solo cedió parcialmente —en términos de su variación interanual— en el último trimestre, y ha seguido haciéndolo, con moderación, en los primeros meses del año 2001. Sin embargo, a lo largo del pasado ejercicio se produjo un cambio importante en el patrón de crecimiento, al ir perdiendo fuerza, de forma paulatina, la demanda nacional, mientras que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del producto pasó de ser negativa a positiva a lo largo del ejercicio. Así, entre el primer trimestre del año 2000 y el primero del año actual, la tasa de crecimiento interanual del PIB real ha disminuido en unas siete décimas porcentuales —desde el 4,2 % hasta el 3,5 %, aproximadamente—, mientras que la desaceleración de la demanda nacional ha sido del orden de los dos puntos —desde el 5 % hasta el entorno del 3 %—, explicándose la diferencia por el cambio experimentado en la contribución de la demanda exterior, que restó casi un punto al crecimiento del producto en el primer trimestre del año 2000 y ha aportado algunas décimas porcentuales en los tres primeros meses del presente año.

Los factores que explican la pérdida de dinamismo de la demanda interna de la economía española son de diversa índole y van desde el agotamiento cíclico de algunos renglones del gasto de las familias hasta el impacto de la crisis energética. A ello hubo que añadir, a medida que avanzaba el año, la pérdida de valor de las cotizaciones bursátiles, el empeoramiento en los niveles de confianza de los agentes ante los cambios que se estaban produciendo en el entorno internacional y, en menor medida, el tono cada vez menos relajado de la política monetaria practicada por el Eurosistema. De esta forma, el crecimiento del gasto de los consumidores en términos reales se ha desacelerado en unos 2,5 puntos porcentuales entre el primer trimestre del año 2000 y los tres primeros meses del 2001, siendo algo mayor el descenso en la tasa de variación de la formación bruta de capital fijo, debido a la notable pérdida de ritmo que ha tenido lugar en la inversión en equipo, ya que la inversión en construcción conserva, dentro de su tendencia a la desaceleración, un comportamiento más sostenido. No es fácil

encontrar una explicación de este fenómeno, que va más allá de los posibles problemas estadísticos en la estimación provisional de este agregado por la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), aunque su crecimiento real puede estar sesgado a la baja por la infraestimación de las mejoras de calidad en el cálculo de los deflatores correspondientes (véase recuadro I.2). No obstante, es probable que la incertidumbre sobre la evolución del entorno económico internacional haya afectado a la realización de algunos proyectos, en un sector muy sensible a los cambios de expectativas, y es posible también que la alta rentabilidad de algunas inversiones en el exterior y su carácter estratégico en la creciente internacionalización de la economía española hayan afectado a la inversión en el mercado interior.

No obstante, los altos niveles de utilización de la capacidad instalada, la moderada evolución del coste de uso del capital, las altas tasas de rentabilidad de las empresas y las favorables condiciones de financiación existentes sugieren la presencia de un componente transitorio en la brusca desaceleración de la inversión en bienes de equipo, que haría factible una recuperación de esta variable en los próximos trimestres. En cualquier caso, la trayectoria de este fenómeno tiene gran transcendencia, puesto que el mantenimiento de un diferencial de crecimiento entre la economía española y el conjunto de países de la UEM, con el fin de completar su proceso de convergencia real, debe venir acompañado de un fuerte impulso inversor, que aumente el *stock* de capital y la productividad de los factores y permita el mantenimiento de tasas de crecimiento del empleo elevadas.

La firmeza que han mantenido las exportaciones de bienes y servicios a lo largo del pasado año se explica, básicamente, por el extraordinario dinamismo de los mercados exteriores, así como por las ganancias de competitividad registradas en algunas áreas, como consecuencia de la debilidad que mostró el euro frente al dólar estadounidense durante la mayor parte del año 2000. La desaceleración de los mercados y el cambio en la trayectoria del euro se han reflejado en las cifras publicadas para los primeros meses del año 2001, en las que se aprecia una ligera flexión en el dinamismo exportador. En todo caso, el cambio que ha tenido lugar en la aportación de la demanda exterior al crecimiento del producto se debe, en gran parte, a la desaceleración de las importaciones, en línea con la desaceleración de la demanda interna.

Inflación y cambios en la calidad de los productos: el uso de regresiones hedónicas para corregir los sesgos por calidad

El rápido progreso tecnológico que está teniendo lugar en las industrias relacionadas con las tecnologías de la información y la comunicación hace que los productos comercializados por estos sectores experimenten cambios continuos en sus características y mejoras significativas en su calidad. Por eso, una parte importante de las variaciones observadas en sus precios está recogiendo, de hecho, cambios en la calidad, y no debería incorporarse en los índices que se utilizan para deflactar el valor de la producción. El ignorar, o al menos subestimar, los efectos sobre los precios de los cambios en la calidad llevará, en general, a subestimar la variación en «volumen» de la producción. Los métodos tradicionalmente empleados para corregir los sesgos de calidad en los índices de precios se han demostrado inadecuados cuando el progreso técnico es muy rápido; en estos casos, se ha hecho frecuente la utilización de una metodología alternativa, basada en la estimación de regresiones hedónicas.

Los índices de precios hedónicos parten de la existencia de una relación entre el precio de un bien y un conjunto de características relevantes que definen su calidad. La estimación de esta relación mediante procedimientos econométricos permite valorar qué parte del cambio en el precio se explica por la evolución de esas características. En general, la utilización de métodos hedónicos en sectores productores de bienes de alta tecnología da lugar a correcciones de las variaciones de precios observadas muy superiores a las que se obtienen con las técnicas tradicionales, con la consiguiente reducción del crecimiento estimado para el deflactor y la revisión al alza de la magnitud en términos reales. Como estos bienes representan un porcentaje importante y creciente del gasto de una economía, las revisiones pueden llegar a ser sustanciales, en particular, en algunas variables relevantes, como puede ser la inversión.

En el cuadro 1 se recoge la evolución del deflactor de la inversión en ordenadores y equipo periférico —estimada con técnicas hedónicas— para la economía estadounidense, así como la de los sucesivos deflactores agregados hasta llegar al de la inversión total (1). Como puede observarse, la tasa media anual de variación del deflactor de estos productos ha sido negativa y superior al 18 %, en valor absoluto, durante la década de los años noventa, habiéndose intensificado el ritmo de descenso de los precios entre 1995 y 1999. La magnitud de esta revisión hace que el deflactor de la inversión agregada haya registrado también tasas de variación negativas en los últimos años. Aunque estos resultados no se puedan atribuir por completo al uso de índices hedónicos, no cabe duda de que la magnitud de las caídas de precios estimadas aplicando esta metodología es muy superior a la que se obtenía con las técnicas de corrección más tradicionales. Por tanto, las revisiones al alza de las tasas de crecimiento real de la inversión productiva de la economía llegan a ser, también, notables.

La OCDE (2) ha realizado un ejercicio de simulación que permite aproximar la magnitud de estos efectos sobre las tasas crecimiento de la inversión en varios países del área. El ejercicio se ha realizado bajo el supuesto de que la corrección a la baja en las tasas de variación de los deflactores, derivada de la utilización de técnicas hedónicas, es del 10 %, en términos anuales, para el caso de los ordenadores, y del 2 %, para otro conjunto de bienes relacionados con las nuevas tecnologías. Los resultados de este ejercicio se presentan en el cuadro 2. Se puede observar que la utilización de esta aproximación para la corrección de los sesgos de calidad incrementaría de forma significativa —entre 0,4 % y 0,9 % al año, dependiendo del país— las tasas de crecimiento de la inversión en términos reales. La medición incorrecta de la inversión tiene consecuencias, a su vez, sobre la medición del *stock* de capital de la economía y sobre la evolución de la productividad total de los factores. No obstante, este mismo trabajo de la OCDE concluye que los efectos sobre las cifras agregadas de crecimiento económico son de menor entidad, ya que, parte del impacto directo se ve compensado por la revisión al alza en el crecimiento real de las importaciones —a través de la corrección de su deflactor—. La cuantía de la compensación dependerá de la medida en que el acceso a los avances tecnológicos incorporados en este tipo de productos se realice a través de las importaciones.

(1) Aunque las técnicas hedónicas no se emplean únicamente en el sector de ordenadores y equipo periférico es en este sector donde han tenido un impacto mayor sobre la evolución de los precios. Actualmente, en EEUU se utilizan para deflactar partidas que representan el 18 % del PIB norteamericano. Véase S. Landefeld y B. T. Grimm «A Note on the Impact of Hedonics and Computers on Real GDP», *Survey of Current Business*, 17, diciembre de 2000.

(2) Véase P. Schreyer «Information and Communication Technology and the Measurement of Real Output, Final Demand and Productivity», STI Working Papers 1998/2 OECD.

CUADRO 1
Tasa de variación media anual (%) del deflactor de la inversión en EEUU

	1980-99	1980-90	1990-99	1995-99
Inversión total	1,71	2,80	0,51	-0,26
Bienes de equipo y <i>software</i>	0,30	1,75	-1,29	-2,69
Equipos para el procesamiento de la información y <i>software</i>	-3,31	-1,59	5,19	-7,25
Ordenadores y equipo periférico	-15,42	-12,59	-18,4	-24,17

Fuente: Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Accounts.

CUADRO 2
Efecto de los índices de precios hedónicos sobre la tasa de crecimiento media anual de la inversión en términos reales

Canadá, 1986-92	0,41
Francia, 1985-96	0,68
Japón, 1985-94	0,44
Holanda, 1986-93	0,71
Estados Unidos, 1987-93	0,91

Fuente: Schreyer (1998).

La creación de puestos de trabajo ha continuado siendo muy vigorosa por cuarto año consecutivo, habiendo aumentado el empleo un 3,3 % en el promedio del año, en cifras homogéneas estimadas por la CNTR. La intensidad en la generación de empleo es una de las características —compartida a menor escala por otras economías europeas— más sobresalientes de la actual etapa de auge de la economía española, por lo que el crecimiento de la productividad aparente del trabajo ha sido muy reducido. A lo largo del último ejercicio, el proceso de aumento del empleo empezó a ralentizarse, a medida que se desaceleraba la economía y se iniciaba un repunte en el crecimiento salarial, y esta ha seguido siendo la tónica de los primeros meses del año en curso.

El incremento de los salarios —del 4 % en el promedio del año 2000, según la estimación de la CNTR—, combinado con el bajo crecimiento de la productividad —consecuencia de la intensa generación de empleo durante la fase expansiva—, impulsó al alza los costes laborales unitarios, duplicándose el diferencial con el ritmo de aumento de los países de la UEM. El mayor incremento de los costes laborales en España puede atribuirse, en parte, a su posición relativamente más avanzada en el ciclo económico, pero, además, refleja la existencia de mecanismos en el proceso de determinación de salarios que establecen un vínculo más estrecho entre el crecimiento de los salarios y la inflación observada. En episodios de repunte de la inflación, estos mecanismos ponen en marcha efectos de segunda vuelta que tienden a prolongar la inercia de las presiones inflacionistas, incluso si el incremento inicial de precios es de naturaleza transitoria.

Las tensiones de precios que empezaban a ponerse de manifiesto en algunos mercados menos expuestos a la competencia y en los que la presión de la demanda estaba siendo particularmente intensa, se agudizaron de forma notable a medida que los aumentos de los precios del petróleo se fueron trasladando a los distintos sectores de la economía. El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) terminó el año con una tasa de crecimiento interanual del 4 %, muy alejada del 2,8 % que se registró al final de 1999, y aunque parte de este aumento es atribuible al impacto directo de los precios energéticos, otros componentes, como los servicios y los bienes industriales no energéticos, menos expuestos a variaciones transitorias y a cambios pasajeros en el funcionamiento de los mercados —como pue-

den ser las distorsiones que están teniendo lugar en los mercados de algunos productos alimenticios—, sufrieron también una notable aceleración en sus tasas de crecimiento. De hecho, la tasa interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos aumentó en un punto porcentual a lo largo del año 2000 y la del índice de servicios lo hizo en casi un punto porcentual y medio. En los meses transcurridos del año actual, el descenso registrado en los precios de los productos energéticos ha sido inferior al que se esperaba y no se aprecian cambios significativos en la dinámica de los otros dos componentes mencionados, por lo que la tasa de variación interanual del índice general se mantiene en torno al 4 %.

Si los valores anteriores se comparan con los de la zona del euro, se aprecia una ampliación en los diferenciales de inflación que alcanzó los 1,4 puntos porcentuales al final del pasado año (véase gráfico I.2). Este empeoramiento de los precios de consumo de la economía española en relación con los del conjunto de la UEM obedeció, en primera instancia, a la mayor dependencia de la energía importada, que la hace más sensible al aumento registrado por los precios del petróleo, y, sobre todo, al elevado dinamismo de la demanda interna, consecuencia de su avanzada posición cíclica, que ha propiciado el aumento constante de los diferenciales entre las tasas de crecimiento de los costes laborales unitarios y ha favorecido la transmisión a los precios finales de los aumentos de costes; sin olvidar la insuficiente competencia que siguen evidenciando algunos mercados de bienes y servicios, en los que la ampliación de los márgenes comerciales ha sido particularmente elevada.

El crecimiento experimentado por el precio en dólares del petróleo importado en el promedio del año 2000 ha sido del 71 %, elevándose hasta el 97 %, en euros, como consecuencia de la depreciación experimentada por el euro en el período. La traslación de este aumento al componente energético del IPC en la economía española ha sido similar a la que ha tenido lugar en la mayoría de los países de la zona —con ciertos desajustes temporales y haciendo abstracción de los problemas derivados de las diferencias en la fiscalidad—; la incidencia directa de esta traslación sobre el índice general en España ha sido de 0,7 puntos porcentuales, pero las estimaciones disponibles sobre el efecto total, una vez que se tienen en cuenta las repercusiones en el resto de sectores de la economía, superan el 1,5 %. Este impacto —que no tiene en cuenta los efectos indirectos

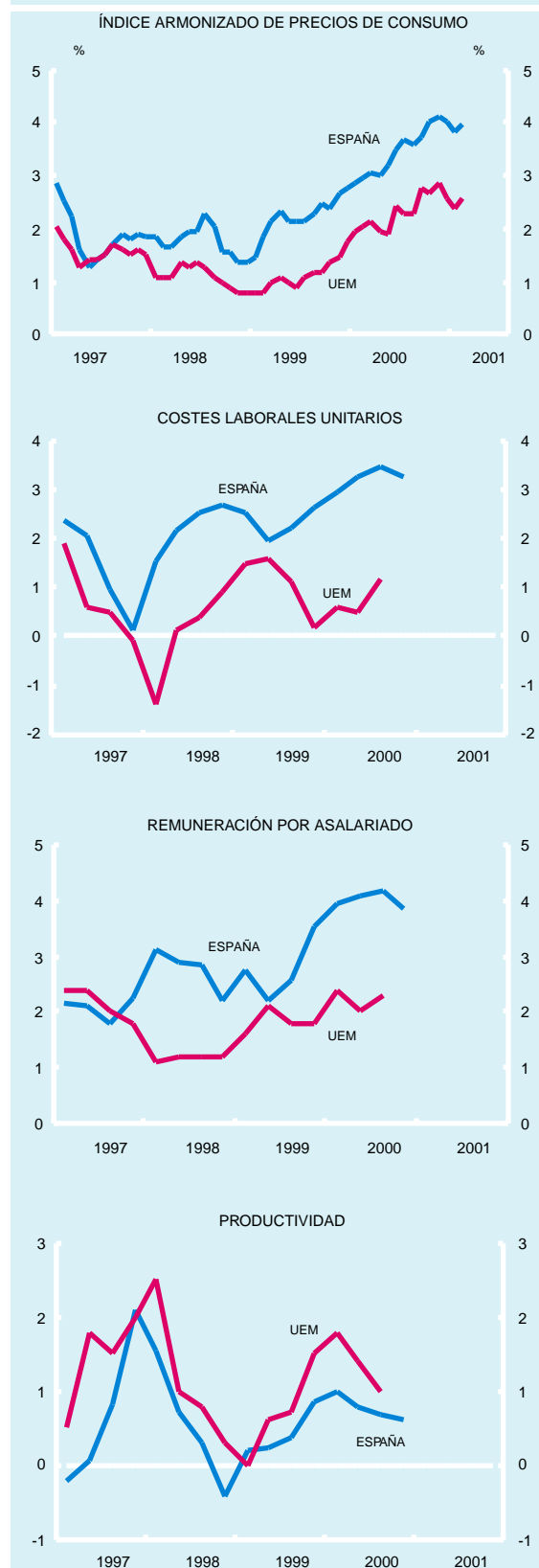
tos que pueden desencadenarse a través del proceso de determinación de los salarios y márgenes empresariales, si los agentes económicos no aceptan la pérdida de renta real implícita en el alza de los precios del petróleo— ha sido superior en la economía española que en las europeas como consecuencia de su mayor dependencia energética. De hecho, si se analiza la evolución de las importaciones netas de petróleo por unidad de PIB —en términos reales— en España y en la UEM, se observa un ajuste paralelo a partir de las crisis energéticas de los años setenta, que se interrumpe a finales de los ochenta, pues sigue reduciéndose el peso de las importaciones netas de petróleo en el PIB, de forma más atenuada, en los países de la zona y empieza a incrementarse, modestamente, en España. Los mismos resultados se alcanzan si la dependencia se mide en términos de importaciones energéticas netas en porcentaje de la demanda final, que era de casi un 1 % en España en 1999 y se situaba en el 0,8 % en Alemania e Italia, una décima menos en Francia y no alcanzaba el 0,5 % en Holanda.

La incidencia sobre la economía española de la crisis en el mercado de productos petrolíferos se ha canalizado también a través del notable aumento experimentado por el déficit comercial en los dos últimos años, hasta situarse en el 6,2 % del PIB, según la CNTR. Como se aprecia en el gráfico I.3, el crecimiento del déficit exterior en términos nominales guarda una estrecha relación, en el último año, con el aumento de los precios de importación de los productos energéticos y el correspondiente deterioro de la relación real de intercambio. Sin embargo, cuando el análisis se realiza en términos reales, se aprecia que la ampliación del desequilibrio comercial ha sido, también, particularmente intensa y persistente, y solo ha cedido en la segunda mitad del año 2000. Este comportamiento se explica, por tanto, en gran medida, por el diferencial entre el ritmo de crecimiento de la economía española y el de la mayoría de nuestros principales socios comerciales, pero podría resultar indicativo, además, de que se estén incubando pérdidas de competitividad en algunos mercados, en especial en los de la zona euro, frente a la que ya no se dispone del tipo de cambio como elemento compensador de los diferenciales de precios y costes.

En efecto, en el gráfico I.4 se recogen algunos indicadores sobre la evolución de la competitividad de la economía española en los últimos años —en concreto, los calculados con costes laborales unitarios

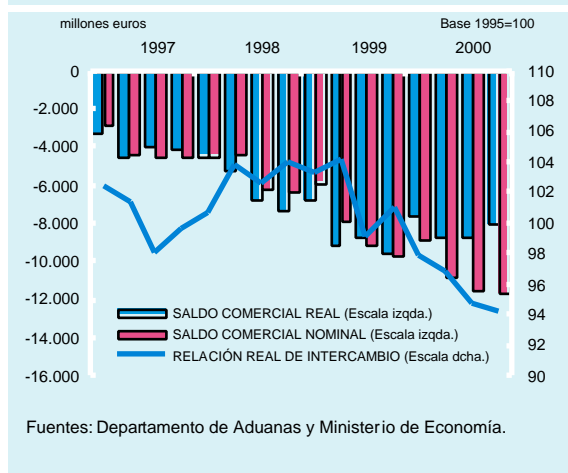
GRÁFICO I.2

Indicadores de precios y costes



Fuentes: Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.

GRÁFICO I.3

Saldo comercial y relación real de intercambio

rios—. Fuera de la zona del euro, se registraron ganancias de competitividad que estuvieron determinadas, en gran medida, por la depreciación de la moneda europea, y que supusieron un estímulo adicional para el fuerte crecimiento que registraron las exportaciones españolas en los mercados extra-comunitarios, caracterizados, además, como se ha visto, por un notable dinamismo. De hecho, en los dos últimos años, las exportaciones españolas han ganado cuota en estas áreas. Por el contrario, la persistencia de diferenciales de precios y costes con los países de la UEM parece que ha afectado a los resultados alcanzados por las exportaciones españolas en la zona. En realidad, durante el año 2000, el crecimiento de las exportaciones españolas en términos reales en los países de la UEM ha sido inferior al de sus importaciones, con la consiguiente pérdida de cuota, después de muchos años de ganancias ininterrumpidas.

Ya se ha comentado el influjo expansivo que la política monetaria común ha venido ejerciendo sobre las condiciones en que se desenvolvía la actividad de la economía española en los últimos años y el riesgo que ello comportaba, al estimular adicionalmente la demanda de gasto en presencia de presiones latentes de costes, que se hicieron patentes tras el alza experimentada por el precio del crudo de petróleo. Como también ya se ha señalado, el cambio en las expectativas inflacionistas en el conjunto de países de la zona del euro en un clima de consolidación de la recuperación económica abrió paso a un giro en el tono de la política monetaria practicada por el Eurosistema, que vino a aliviar parcialmente el desajuste que existía con las necesida-

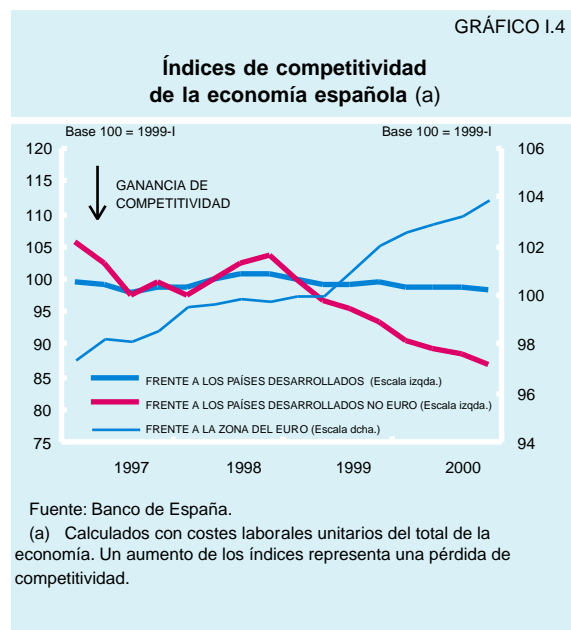
des puramente domésticas. Sin embargo, aunque los tipos de interés nominales a corto plazo aumentaron en el transcurso del pasado año —en consonancia con las subidas practicadas por el BCE—, estos movimientos no se trasladaron en igual medida a los tipos reales de la zona por el rebrote en las tasas de inflación. Además, los tipos a largo han disminuido y la depreciación del tipo de cambio del euro solo se invirtió bien avanzado el año. La liquidez, medida a través de los Activos Financieros Líquidos, se incrementó a una tasa muy moderada —del orden del 3 %—, debido sobre todo a la fuerte caída que experimentaron las participaciones en los fondos de inversión incluidos en esta variable (fondos de renta fija y mixtos), por lo que no puede considerarse representativa de las condiciones de liquidez de la economía. En realidad, los fuertes desplazamientos que se están produciendo entre los diversos tipos de activos y los movimientos transfronterizos dentro del área del euro están dificultando considerablemente el conocimiento de la evolución, durante los primeros años de la UEM, de la liquidez disponible para el gasto de los agentes residentes en la economía española.

En cualquier caso, el crecimiento de la financiación obtenida por las empresas y familias volvió a alcanzar una cifra muy elevada, próxima al 20 %, que solo a principios del año 2001 ha empezado a mostrar síntomas de cierta desaceleración. Esta fuerte expansión de la financiación al sector privado, que ha llevado a que el endeudamiento de empresas y familias se sitúe a niveles máximos históricos —aunque todavía por debajo de los que se registran en los países de la UEM y, por lo tanto, en mayor medida de los de la economía americana—, constituye el indicador más incontrovertible de la holgura de las condiciones monetarias y financieras que han prevalecido estos años. Es posible que el fuerte crecimiento del crédito sea, en parte, el resultado de un ajuste estructural a unas condiciones de estabilidad macroeconómica en las que el nivel óptimo de endeudamiento sea mayor, pero en todo caso la velocidad e intensidad del proceso representan riesgos para el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y financiera.

En esta situación, la expansión del gasto de las familias en el año 2000 superó el crecimiento de la renta disponible, por lo que se produjo un nuevo descenso en la tasa de ahorro. Las ganancias de riqueza acumuladas en ejercicios anteriores y las favorables condiciones de financiación impulsaron

—en un entorno caracterizado por las expectativas favorables sobre la evolución futura de sus rentas— el dinamismo del gasto de los consumidores, así como su demanda de viviendas. La capacidad de financiación de las familias continuó descendiendo hasta alcanzar unos niveles históricamente bajos, al situarse en el 1,3 % del PIB al finalizar el año. La desaceleración del gasto de los hogares en la segunda mitad del año tendió a aliviar, en cierta medida, estos desequilibrios, y los primeros resultados del año actual apuntan hacia la posibilidad de una recuperación de la capacidad de financiación de las familias. El aumento de la necesidad de financiación de las empresas a lo largo de los últimos años ha sido también significativo, pero de menor intensidad que en otras fases de auge, en parte, como ya se ha señalado, por la rápida desaceleración de la inversión en equipo. Solo el aumento del ahorro público contribuyó, por tanto, a paliar el descenso en la capacidad de ahorro de la nación.

La política fiscal continuó la senda de reducción del déficit público de los últimos años, con unos resultados que superaron los objetivos previstos, adquiriendo un tono moderadamente restrictivo —aunque inferior al de los años precedentes— que contribuyó a atenuar el carácter expansivo de las condiciones monetarias prevalecientes. En todo caso, las subidas de los tipos de interés practicadas por el BCE y la desaceleración de la demanda interna habían aliviado la holgura que para España estaba suponiendo la política monetaria única. El déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) fue del 0,3 % del PIB, frente al 0,8 % inicialmente programado. Este avance ha permitido acortar el horizonte temporal que se había fijado para alcanzar el equilibrio presupuestario, de manera que en los Presupuestos Generales del Estado para el año 2001 se ha planteado ya el logro de unas cuentas equilibradas para el conjunto de las AAPP, lo que parece un objetivo factible a juzgar por los datos disponibles hasta este momento. A los favorables resultados alcanzados en las cuentas públicas en el pasado año contribuyó, de forma notable, el dinamismo de la recaudación impositiva, ya que el crecimiento del gasto superó, aunque en menor medida que en años anteriores —especialmente en el caso del Estado—, los niveles presupuestados. Los nuevos esfuerzos que se han planteado para garantizar el control del gasto público y su adecuación a los límites programados, mediante la Ley de Estabilidad Presupuestaria que se encuentra en trámite parlamentario, resultan particularmente oportunos para consolidar a medio y



largo plazo una contribución efectiva de la política fiscal a la estabilidad macroeconómica y para la sostenibilidad del crecimiento económico dentro de los requisitos de estabilidad de la UEM.

1.5. LA CORRECCIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS INCIPIENTES Y LA SOSTENIBILIDAD DEL CRECIMIENTO Y DE LA CONVERGENCIA REAL

A lo largo de los últimos cuatro años la economía española ha vivido una etapa de rápido crecimiento económico intensivo en la creación de empleo, que ha aproximado sus niveles relativos de renta a los que imperan en la mayoría de países de la Unión Europea (UE). Las cotas de estabilidad macroeconómica alcanzadas en términos de disciplina en los procesos de formación de salarios y rentas, reducción de la tasa de inflación y consolidación fiscal en un entorno económico más flexible y competitivo han resultado decisivas para el avance de la convergencia real.

Como se ha puesto de manifiesto en la revisión de la coyuntura actual de la economía española, la larga fase de expansión no ha estado exenta, sin embargo, de algunos indicios de desequilibrios en forma de diferenciales de precios y costes, descenso del ahorro y aumento del déficit comercial, que se hicieron patentes el pasado ejercicio, en el momento de mayor intensidad de la crisis en el mercado del petróleo. La corrección de estos desequilibrios

incipientes es necesaria para evitar una pérdida significativa en el dinamismo económico y de creación de empleo. De no ser así, la persistencia de diferenciales de inflación —aunque sean de moderada intensidad— con los países de la zona del euro terminará afectando a su posición competitiva y, por lo tanto, a su capacidad de crecimiento. Además, la economía española necesita impulsar la recuperación de la inversión productiva, para aumentar el **stock** de capital e incorporar las nuevas tecnologías que determinan en la actualidad la competitividad en el ámbito internacional.

El proceso de crecimiento de la economía española en esta última fase de expansión cíclica ha sido especialmente intenso en términos de creación de puestos de trabajo, lo que le ha permitido reducir de forma notable la tasa de desempleo. Las pautas de moderación salarial que se habían adoptado en los últimos años y los avances en la reforma del mercado de trabajo contribuyeron a aliviar de forma sustancial uno de los problemas más graves de la economía española. Es necesario que este patrón de crecimiento continúe, ya que, de no hacerlo así, los impulsos desaceleradores que se transmitirían a través del aumento del desempleo —en forma de reducción de las rentas familiares y deterioro de las expectativas de consumidores y empresas— limitarían adicionalmente el crecimiento de la demanda, agravando los riesgos de desaceleración. Hay que procurar, por tanto, que el aumento de la productividad necesario para mantener el proceso de convergencia real con los países de la UE no sea el resultado de un descenso en el ritmo de crecimiento del empleo, sino de un aumento de la inversión, que incremente el **stock** de capital productivo y que incorpore los avances tecnológicos. En el recuadro I.3 se pone de manifiesto que el aumento de la proporción de la población empleada ha sido el principal factor que ha impulsado la reducción de la diferencia del PIB per cápita con relación a la media de la UE en los últimos años. Mientras la tasa de paro en España siga siendo sensiblemente superior a la del resto de la zona, es importante que el proceso de convergencia siga asentándose en un crecimiento intensivo en la creación de empleo. Para hacer compatible todos estos factores es especialmente importante continuar avanzando en la reforma del mercado de trabajo y que el resto de las políticas económicas colaboren en la consecución de un sistema económico más competitivo y eficiente, con el fin de superar con prontitud el reciente rebrote de la inflación y absorber con rapidez el diferencial

de inflación frente a los países del área del euro, aprovechando la menor intensidad de las discrepancias cíclicas.

En este terreno, la política fiscal tiene también un importante papel que desempeñar, no solo para garantizar el tono de disciplina necesario para cumplir el Pacto de Estabilidad y de Crecimiento, sino mediante el desarrollo de estrategias de gasto público, coherentes con los requisitos de equilibrio presupuestario, orientadas a promover la inversión pública, la educación y el gasto de investigación y desarrollo, que son los componentes que mayor contribución pueden prestar al aumento de la productividad y el crecimiento potencial. Ello requiere revisar cuidadosamente todos los componentes del gasto, a la vista del menor margen de actuación a través de la reducción de los pagos de intereses y del consumo público, y de la presión alcista creciente de los gastos de la Seguridad Social y de la Sanidad como consecuencia del envejecimiento de la población. Es igualmente importante que los recortes de la presión fiscal estén diseñados de forma que favorezcan la asignación eficiente de los recursos y la competitividad de las empresas y se apoyen en una selección exitosa de las líneas preferentes de gasto.

En el momento que vive la economía española, los procesos de ajuste estructural a los requerimientos de la UEM y a los retos de un entorno más competitivo, dos cuestiones revisten particular trascendencia. De una parte, asegurar de forma sostenible que la formación de precios, costes y rentas transcurra dentro de pautas compatibles con los objetivos de estabilidad de precios del área. De otra, eliminar los factores que obstaculizan el funcionamiento competitivo de los mercados mediante la existencia de barreras de entrada, precios regulados o formalidades administrativas excesivas, que se pueden traducir en precios más altos, ajustes más lentos ante perturbaciones de distinto signo y menores ganancias de productividad por la ausencia de incentivos para incorporar las innovaciones tecnológicas.

En este sentido, reviste gran importancia la configuración de un entorno regulatorio más transparente y estable que permita simplificar y agilizar los trámites administrativos necesarios para la puesta en marcha de diversas actividades (por ejemplo las relacionadas con el uso del suelo, la apertura de grandes superficies, la construcción de centrales eléctricas, etc.) y para la creación de nuevas empre-

La convergencia España-UE 1960-2000: contribuciones de la tasa de ocupación y de la productividad del trabajo

Desde 1960, la economía española ha acortado la diferencia con el PIB per cápita (PIBpc) comunitario en cerca de 25 puntos porcentuales. Este proceso de aproximación hacia los niveles de bienestar económico del conjunto de la UE no ha sido uniforme, ni en su intensidad ni en la identificación de los factores que lo han determinado, pudiéndose distinguir tres periodos bien diferenciados: 1960-1974, 1975-1985 y 1986-2000. Con el fin de examinar este proceso, en el gráfico 1 se presenta el nivel relativo del PIBpc español y el de las tres variables en las que puede descomponerse —porcentaje de población en edad de trabajar, tasa de ocupación y productividad del trabajo— y los diferenciales de las tasas de crecimiento correspondientes. Por su parte, y con objeto de explicar el crecimiento de la productividad del trabajo, en este mismo gráfico se representa la evolución de la relación capital-trabajo y de la productividad total de los factores (PTF) (1), que aproxima las ganancias de eficiencia productiva motivadas por avances tecnológicos, mejoras organizativas, etc.

En 1960, el PIBpc español apenas alcanzaba el 60 % del PIBpc de la UE. Esta diferencia se explicaba, fundamentalmente, por una productividad del trabajo cuyo nivel representaba el 64 % del comunitario. En el periodo 1960-1974, el avance de la economía española fue sustancial, con un aumento del PIBpc notablemente superior al de la UE, explicado, casi exclusivamente, por un amplio diferencial de crecimiento de la productividad, al que contribuyeron los mayores avances de la relación capital-trabajo y, sobre todo, de la PTF. En el periodo 1975-1985, se retrocedió parte del camino avanzado, con una reducción de la tasa de ocupación superior a la observada en el área comunitaria, si bien la productividad del trabajo creció a un ritmo más alto que el de la UE, con contribuciones positivas de la relación capital-trabajo —que aumentó considerablemente ante la reducción del empleo— y de la PTF.

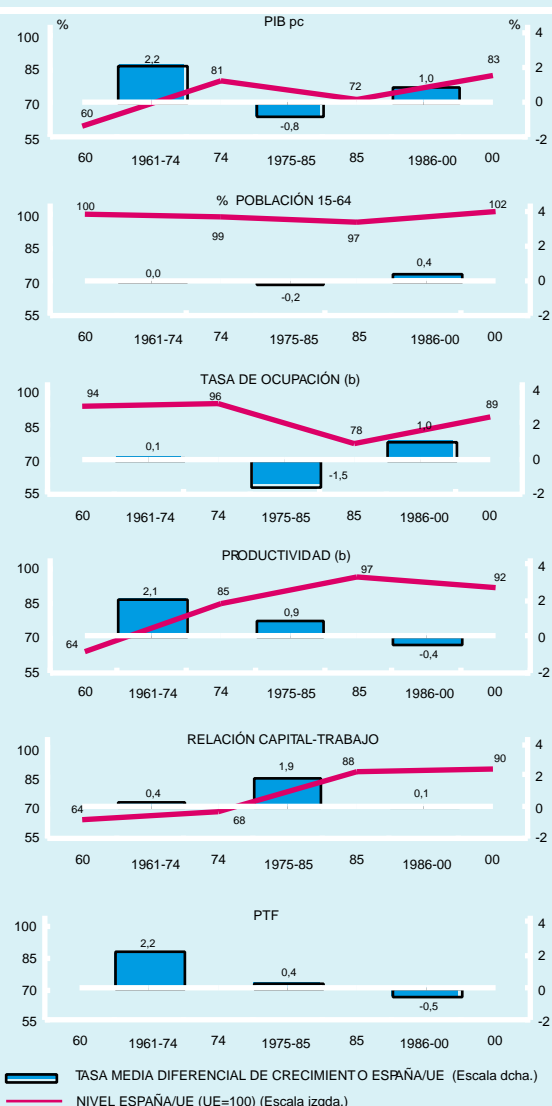
En los años comprendidos entre 1986 y 2000, se recuperó la senda de aproximación hacia los niveles de bienestar europeos, con un crecimiento anual del PIBpc superior en un punto al del área. No obstante, a diferencia de lo ocurrido en la fase de convergencia anterior, la reducción de la brecha se produjo, fundamentalmente, por la intensidad alcanzada en la creación de empleo, lo que determinó un diferencial de crecimiento de la tasa de ocupación de un pp anual. Por el contrario, los incrementos de la productividad del trabajo fueron comparativamente más reducidos, como consecuencia de un crecimiento de la PTF relativamente más modesto, que contrasta con el comportamiento de esta variable en etapas anteriores.

En definitiva, como se deduce de los párrafos precedentes, el proceso de convergencia real de la economía española no está siendo homogéneo, ni en cuanto a su continuidad ni en cuanto a sus factores determinantes. En las etapas iniciales estuvo liderado por aumentos muy significativos de la productividad del trabajo y, en los años finales, por la fuerte creación de empleo; la fase intermedia, de retroceso en el nivel relativo de bienestar, se caracterizó por el drástico recorte de la tasa de ocupación, que no pudo ser compensado por los incrementos en la productividad del trabajo.

En el año 2000, el PIB per cápita español se ha situado en un nivel que representaba, en paridad del poder adquisitivo, el 83 % del de la UE, con desfases, tanto en el nivel de la tasa de ocupación —89 % de la de la UE— como en el de la productividad del trabajo —92 % del nivel comunitario—. Estos desfases sugieren que, para avanzar con mayor rapidez y de forma más sólida y sostenida en el logro de la convergencia real, es necesario propiciar un patrón de crecimiento que, a diferencia de lo ocurrido en etapas anteriores, se beneficie de contribuciones positivas, tanto de la tasa de ocupación como de la productividad, basada, esta última, en aumentos significativos de la dotación de capital físico, tecnológico y humano. En este sentido, si el crecimiento de la productividad no fuera acompañado de una importante creación de empleo, se estaría perpetuando la brecha en la tasa de paro, lo que sería inaceptable, tanto desde el punto de vista económico como social. Pero también el aumento del empleo puede llegar a ser insuficiente en el futuro como soporte de la convergencia, porque, una vez alcanzadas las tasas de ocupación de la UE, si la productividad no acorta diferencias, el PIBpc detendría la trayectoria de aproximación sin haber logrado el nivel de bienestar del área.

(1) La tasa de crecimiento de la productividad del trabajo depende de la tasa de variación de la relación capital-trabajo y de la PTF, que recoge los aumentos de la capacidad productiva no atribuibles a variaciones en las cantidades utilizadas de capital o trabajo.

PIBpc, componentes y factores explicativos de la productividad del trabajo. Niveles relativos respecto a la UE (a) y diferenciales de tasas de crecimiento



Fuentes: AMECO y Banco de España.

- (a) Las variables monetarias están medidas a precios constantes de PPC del e (paridad de poder de compra) del año base (2000).
(b) Utilizando la serie de empleo de Contabilidad Nacional.

sas. Para ello debería avanzarse en la coordinación de las actuaciones de las distintas Administraciones Públicas en materias relacionadas con estas actividades y revisarse los requisitos exigidos en algunos servicios públicos para acceder a una licencia o autorización y los períodos de vigencia de las mismas, que, en algunos casos, como en el de transporte regular, pueden resultar excesivos.

El afianzamiento de un entorno más competitivo requiere fortalecer los órganos de defensa de la competencia y ampliar sus funciones. El mantenimiento de un dinamismo constante en la política liberalizadora requiere hacer un seguimiento exhaustivo de la efectividad de las medidas que se adoptaron en junio pasado para corregir las distorsiones que, a pesar del progreso liberalizador de los últimos años, siguen mostrando algunos sectores estratégicos y que se manifiestan, principalmente, en el mantenimiento de grados de concentración elevados en la producción y en la distribución. En esta línea de actuación es aconsejable seguir aumentando el número de agentes autorizados a operar en ciertas actividades (transporte por carretera, telecomunicaciones por cable) y seguir avanzando en la supresión de precios regulados en mercados en los que hay suficientes operadores (farmacias, distribución de libros, estancos, etc.).

En lo que se refiere al funcionamiento del mercado de trabajo, las reformas recientes introducidas por el Gobierno han tendido a consolidar y ampliar las vías de creación de empleo a través de las fórmulas de contratación que habían acordado los agentes sociales en 1997. En concreto, se ha prolongado el contrato de trabajo para el fomento de la contratación indefinida, ampliando el colectivo de trabajadores que pueden acogerse al mismo, y se han flexibilizado las condiciones para la contratación a tiempo parcial que se mantenían en España muy por debajo de los niveles que se registran en Europa. Paralelamente, se ha introducido una moderada indemnización por despido en el caso de los contratos temporales. Estas medidas han supuesto un avance en la dirección necesaria para mantener el dinamismo del empleo. Pero hay otros aspectos que requieren especial atención en la actual coyuntura laboral. Si se observa el gráfico I.2, mencionado anteriormente, se comprueba que la aceleración de los precios finales que ha tenido lugar en los últimos años se ha trasladado a los salarios con mayor rapidez e intensidad que en otros países de la zona del euro. Este comportamiento indica la interrupción

de un período de crecimiento moderado de los costes laborales en España, que resultó fundamental para facilitar la transición hacia la UEM y que ha impulsado el fuerte crecimiento del empleo durante esta última fase expansiva.

Desde esta perspectiva, debe tenerse en cuenta la presencia de dos elementos diferenciales que, en comparación con numerosos países europeos, refuerzan el papel que desempeña la inflación en el proceso de formación de rentas en España: la deficiente estructura de la negociación colectiva, que determina incrementos salariales muy homogéneos entre las ramas productivas —referenciados, además, como se ha dicho, con la tasa de inflación—, y la existencia de mecanismos de indicación *ex-post*, que garantizan el poder adquisitivo de un porcentaje muy alto de los salarios sujetos a convenio (más del 75 % en el último año). Las cláusulas de revisión salarial, que tendieron a generalizarse en el pasado en respuesta a un entorno de inflación elevada, se han eliminado en casi todos los países de la UEM, con lo que su mantenimiento en España repercute directamente sobre la competitividad de las empresas españolas cuando se producen desviaciones transitorias en la evolución de la inflación.

En este contexto, es imprescindible superar los modelos de indicación de rentas en relación con la inflación y asumir las pautas de comportamiento propias de una economía basada en la estabilidad de precios. Para ello es necesario que el incremento en la productividad sea el elemento principal en la revisión de los salarios y que la negociación colectiva permita la flexibilidad suficiente para tener en cuenta las restricciones y posibilidades de cada empresa, como pueden ser la demanda o las ganancias de productividad generadas por el desarrollo tecnológico.

El avance en esta dirección requiere revisar los elementos del sistema de negociación colectiva en España que impiden que, a pesar de la existencia de un número elevado de convenios, los salarios no evolucionen de forma diferenciada en respuesta a condiciones económicas y sectoriales divergentes. Parece conveniente reconsiderar aquellos aspectos que extienden de manera uniforme las condiciones pactadas en los ámbitos superiores de negociación a todas las empresas potencialmente afectadas, independientemente de su tamaño, situación económica y localización regional, y aprovechar, en mayor medida, las posibilidades de que las empresas decidan

las condiciones salariales más adecuadas. También deben eliminarse los aspectos que desincentivan la adopción de convenios nuevos —que dificultan la modificación de derechos adquiridos en circunstancias distintas a las actuales—, y proceder a revisar las regulaciones en torno a la estructura salarial, con el fin de dar más peso al componente variable de los salarios.

La revisión del sistema de negociación colectiva debería acompañarse de una reforma paralela de aquellos elementos institucionales que limitan la movilidad geográfica entre regiones, entre los que cabe destacar el funcionamiento del mercado del suelo y de alquileres, que determina la existencia de fuertes diferencias en el precio de la vivienda entre zonas con distinto desarrollo económico, y ciertas características del sistema de protección del desempleo que reducen la movilidad laboral de los parados que reciben una prestación. Ello permitiría corregir las fuertes diferencias en las tasas de desempleo regionales y, al mismo tiempo, favorecer un ajuste más rápido de la oferta de trabajo a las demandas de empleo existentes, independientemente de su localización geográfica, evitándose la aparición de cuellos de botella como los que empiezan a observarse en determinadas actividades y regiones, y ayudando de esta manera a la moderación salarial.

Hasta el momento, las características de la negociación colectiva en España y, en particular, la falta de flexibilidad salarial han determinado que, en los episodios de menor crecimiento económico, el ajuste del mercado de trabajo recayera de forma excesiva sobre el empleo, sobre todo del empleo temporal. Por lo tanto, dotar al sistema de mayor flexibilidad y garantizar la moderación salarial son elementos importantes para garantizar que la desaceleración económica no se traduzca en una fuerte pérdida de dinamismo en la creación de empleo.

La necesidad de poner en marcha este tipo de actuaciones se ha visto intensificada en los últimos años, tanto en España como en la Unión Europea, por la creciente globalización, que exige mercados nacionales cada vez más competitivos y abiertos, que permitan incorporar con rapidez las innovaciones tecnológicas que generan ganancias de productividad y crecimiento: las tecnologías de la información y las comunicaciones en los últimos años. En este contexto, el retraso en acometer las reformas estructurales que garanticen un entorno más competitivo puede tener costes importantes en términos del potencial de crecimiento y de competitividad.

En Europa, el proceso hacia el mercado único europeo ha servido de catalizador de las reformas estructurales, a través de la adopción de directivas encaminadas a promover la liberalización de los mercados de factores y productos, y del lanzamiento de procesos como el de Cardiff y Luxemburgo, diseñados para evaluar el progreso realizado en este terreno, o el desarrollo de las iniciativas adoptadas, ahora hace un año, en Lisboa, dirigidas al desarrollo de la sociedad de la información y del conocimiento.

En España, en los últimos años, se han emprendido numerosas actuaciones para mejorar el entorno competitivo: se han introducido sendas reformas en el mercado de trabajo, se han dado pasos importantes en la estrategia de liberalización y de intensificación de la competencia, que han afectado, principalmente, a las industrias de red, y se han adoptado medidas de fomento de la inversión en nuevas tecnologías, formación de personal e inversión en I+D. No obstante, el comportamiento de la inflación en estos dos últimos años pone de manifiesto la persistencia de rigideces todavía importantes en el funcionamiento de determinados mercados de factores, bienes y servicios, que reclaman profundizar en esta estrategia.

CAPÍTULO II

EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

II.1. VISIÓN GLOBAL

La economía mundial alcanzó unos resultados brillantes en el año 2000, aunque las cifras para el conjunto del ejercicio enmascaran una trayectoria de la actividad claramente descendente (véanse cuadro II.1 y gráfico II.1). Se estima que el producto global creció casi un 5 %, en un contexto de elevada estabilidad macroeconómica, al tiempo que la mayor parte de las economías industrializadas y emergentes se beneficiaban de este clima de bonanza, con la excepción destacable de Japón, donde persisten las dificultades para superar la fase de estancamiento y deflación, en un entorno fiscal y financiero que continúa deteriorándose.

Mientras que Estados Unidos mantuvo un fuerte ritmo de crecimiento medio del producto, del 5 %, y en el Reino Unido repuntó hasta el 3 %, los países emergentes en su conjunto recuperaron un ritmo de expansión similar al anterior a la crisis asiática de 1997 (véase gráfico II.1). Cabe destacar el dinamismo de las economías del sudeste asiático, donde la expansión del producto alcanzó casi el 7 %. Los países aspirantes al ingreso en la UE también aceleraron su ritmo de actividad hasta el 3,7 %, mientras que se estima que el PIB creció un 4,2 % en América Latina. La trayectoria económica a lo largo del año presentó, sin embargo, un perfil cambiante, cuyo punto de inflexión puede situarse hacia el comienzo del segundo semestre. A partir de entonces, la actividad en Estados Unidos se desaceleró bruscamente, lo que incidió sobre las perspectivas del resto de los países en medida diversa, según su grado de vinculación a la economía norteamericana.

El mantenimiento del precio del petróleo en niveles elevados contrastó con la prolongada depreciación del precio del resto de las materias primas (véa-

se gráfico II.2) lo que, junto con el dinamismo de la demanda global, indujo una cierta presión alcista sobre los precios finales. Sin embargo, el repunte de las tasas de inflación fue limitado y en algunos países, como el Reino Unido y el conjunto de las economías emergentes, se registraron incluso descensos. En consonancia con las presiones inflacionistas latentes y con la fase expansiva del ciclo, las autoridades monetarias tendieron a instrumentar a lo largo del ejercicio incrementos paulatinos —pero moderados— de los tipos de interés, que en algunos casos han sido más que corregidos en el primer trimestre del año en curso, a medida que se fue constatando un menor ritmo de actividad económica. A su vez, las finanzas públicas avanzaron en los procesos de consolidación, impulsados por la solidez de la demanda, lo que ha permitido alcanzar prácticamente el equilibrio presupuestario en el conjunto de las economías desarrolladas.

La ampliación de los desequilibrios exteriores en algunos países marca un contrapunto al entorno general de estabilidad económica. En particular, en Estados Unidos y en el Reino Unido el déficit por cuenta corriente se amplió notablemente, hasta alcanzar el 4,4 % y el 1,7 % del PIB, respectivamente, mientras que la zona del euro pasó de un superávit moderado a una situación muy cercana al equilibrio exterior y Japón mantuvo un superávit en torno al 2,5 % del PIB. El empeoramiento de la posición exterior del bloque de los países desarrollados tuvo su contrapartida en la sustancial mejora de la posición exterior de los países exportadores de petróleo, incluida Rusia, que, en conjunto, multiplicaron por cuatro su superávit corriente.

La evolución financiera internacional durante el año fue coherente con el paulatino empeoramiento de las perspectivas económicas generales, cuyo deterioro vino en cierto modo precedido de correc-

Principales indicadores macroeconómicos de Estados Unidos, Japón y Reino Unido

	1997	1998	1999	2000	2000			
					I TR	II TR	III TR	IV TR
ESTADOS UNIDOS:								
PIB (a)	4,4	4,4	4,2	5,0	5,3	6,1	5,2	3,4
Consumo privado (a)	3,6	4,7	5,3	5,3	6,0	5,4	5,3	4,5
Inversión privada (a)	9,6	11,8	9,2	9,3	10,0	10,6	9,4	7,2
Demanda externa (b)	-0,3	-1,3	-1,2	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0
Saldo sector público (c)	-1,3	0,0	0,7	1,5	...	...	...	...
IPC (a)	2,3	1,6	2,2	3,4	3,2	3,3	3,5	3,4
Balanza cuenta corriente (c)	-1,7	-2,5	-3,6	-4,4	-4,2	-4,2	-4,5	-4,6
Tasa de paro (d)	5,0	4,5	4,2	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
JAPÓN:								
PIB (a)	1,9	-1,1	0,8	1,7	2,4	1,1	0,5	2,8
Consumo (a)	1,1	0,6	1,8	1,2	2,3	0,9	-0,3	2,0
Formación de capital (a)	0,7	-4,2	-0,8	1,1	0,8	-0,9	0,6	3,9
Demanda externa (b)	1,0	0,3	-0,1	0,4	0,5	0,6	0,4	0,1
Saldo sector público (c)	-3,2	-4,5	-7,0	-8,3	...	...	...	...
IPC (a)	1,7	0,6	-0,3	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,5
Balanza cuenta corriente (c)	2,2	3,0	2,4	2,5	2,7	2,5	2,5	2,2
Tasa de paro (d)	3,4	4,1	4,7	4,7	4,9	4,9	4,6	4,5
REINO UNIDO:								
PIB (a)	3,5	2,6	2,3	3,0	3,2	3,4	3,0	2,6
Consumo (a)	2,7	3,3	4,4	3,5	3,3	3,4	4,0	3,3
Formación de capital (a)	7,5	10,1	5,4	2,6	1,8	1,9	3,4	3,2
Demanda externa (b)	-0,3	-2,0	-1,5	-0,8	0,0	-1,3	-1,5	-0,5
Saldo sector público (c)	-1,5	0,3	1,5	1,4 (e)	...	...	...	...
IPC (a)	3,1	3,4	1,6	2,9	2,3	3,1	3,2	3,1
Balanza cuenta corriente (c)	0,8	0,0	-1,1	-1,7	-1,5	-2,1	-1,7	-1,6
Tasa de paro (d)	6,5	5,9	6,0	5,5	5,8	5,5	5,4	5,3

Fuentes: FMI, OCDE y estadísticas nacionales.

(a) Las tasas trimestrales son interanuales.

(b) Contribución al aumento del PIB.

(c) Porcentaje del PIB.

(d) Porcentaje de la población activa.

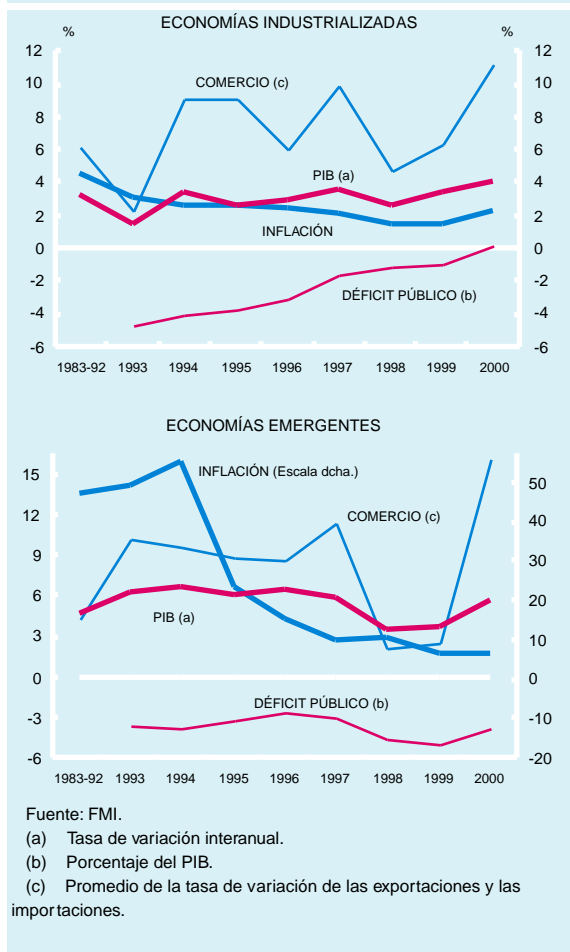
(e) Excluye los ingresos por concesión de licencias UMTS (2,4 puntos de PIB).

ciones en los mercados financieros. Los mercados de renta variable, tras las fuertes revalorizaciones de años anteriores, experimentaron una elevada volatilidad y un descenso de las cotizaciones a partir del mes de marzo, al hilo de la intensificación del tono restrictivo de las políticas monetarias y los primeros indicios de un empeoramiento de las expectativas empresariales en Estados Unidos. Además, a partir de la segunda parte del año, también disminuyó el recurso a los mercados bursátiles a través de ofertas públicas de acciones o ampliaciones de capital, así como el número de fusiones y adquisiciones

llevadas a cabo mediante intercambios accionariales. Las caídas de las bolsas fueron especialmente severas en los índices tecnológicos. Tras más que triplicar el valor de sus cotizaciones desde el cuarto trimestre de 1998, el índice NASDAQ alcanzó un máximo en marzo de 2000, momento a partir del cual perdió un 60 % en los doce meses siguientes; los índices tecnológicos europeos han mostrado una corrección incluso más acusada. En comparación con los índices tecnológicos, las caídas de los índices generales en las economías avanzadas fueron más moderadas en el año 2000, pero se acentuaron en los

GRÁFICO II.1

Indicadores macroeconómicos de las economías industrializadas y emergentes

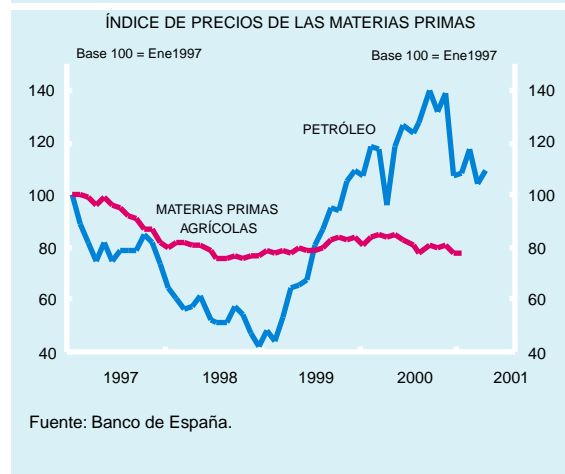


primeros meses de 2001. En marzo de 2001, el índice Dow Jones y el Euro Stoxx habían descendido un 10 % y un 21 % sobre su nivel de doce meses antes, y el índice Nikkei lo había hecho en un 36 %. Las bolsas de las economías emergentes, cuyo comportamiento ha mostrado una mayor correlación con los valores tecnológicos, también han experimentado descensos sustanciales.

En los mercados de deuda pública de los países desarrollados, los rendimientos a medio y largo plazo descendieron en general a lo largo del año, de manera más pronunciada en Estados Unidos, tendencia que ha proseguido en los primeros meses de 2001. Esta evolución parece explicarse por las expectativas moderadas de inflación, el carácter más seguro de estos valores en períodos de turbulencia bursátil y financiera y, en Estados Unidos, por la relativa escasez de papel público derivada del holgado superávit presupuestario y los programas de amortización anticipada de la deuda pública.

GRÁFICO II.2

Precios de las materias primas

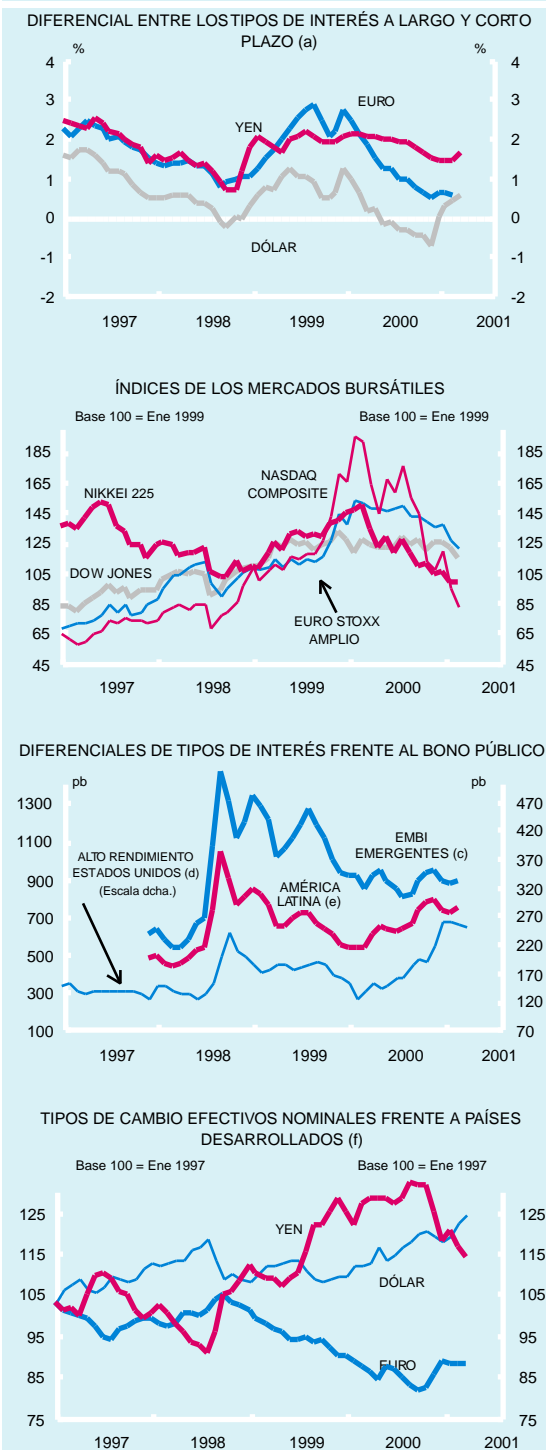


Por otro lado, aumentaron las primas de riesgo de crédito en los mercados de renta fija privada de los países desarrollados, especialmente para las calificaciones crediticias más bajas. En Estados Unidos, la fase económica expansiva, en un entorno de elevada liquidez en los mercados bursátiles y de capitales, había propiciado un descenso de estas primas hasta niveles similares a los anteriores a la crisis rusa, pero el nuevo clima de incertidumbre, el empeoramiento de las expectativas de beneficios y el endurecimiento de las condiciones monetarias terminaron por incrementar la vulnerabilidad de los balances empresariales, lo que se tradujo en una ampliación de los diferenciales de rendimientos entre los bonos públicos y privados. El cambio de sentimiento fue especialmente acentuado respecto a los sectores de nuevas tecnologías. Estas tendencias han sido, en todo caso, más pronunciadas en Estados Unidos que en Europa, mientras que en Japón la situación de los mercados financieros ha venido condicionada principalmente por la fragilidad del sistema financiero nacional, que ha seguido deteriorándose a lo largo del año.

El aumento de la percepción del riesgo afectó también en algunos períodos a los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana de los países emergentes, que manifestaron una volatilidad apreciable, lo que dificultó la financiación exterior de estos países. No obstante, para el conjunto del año —y en contraste con lo ocurrido con la deuda del sector privado de los países desarrollados— los diferenciales no experimentaron, por término medio, una variación significativa (véase gráfico II.3). Los mercados financieros internacionales se mostraron

GRÁFICO II.3

Tipos de interés a corto y largo plazo, bolsas y diferenciales entre bonos privados y públicos



Fuentes: Banco de España, Reserva Federal, Bloomberg, BPI y JP Morgan.

(a) Interbancario a tres meses.

(b) Deuda pública a diez años.

(c) Cartera de bonos de economías emergentes, elaborado por JP Morgan.

(d) Bono privado Baa y bono público.

(e) EMBI de JP Morgan para la zona.

(f) Una caída señala una depreciación de la moneda.

cada vez más selectivos con la deuda de los países emergentes, de manera que tendieron a prestar más atención a las condiciones específicas de cada país. Hubo, no obstante, algunos episodios de contagio en la última parte del pasado año y en los primeros meses del presente ejercicio, a raíz de las crisis de Argentina y Turquía. El Fondo Monetario Internacional impulsó sendos paquetes dirigidos a ayudar a ambos países a superar sus dificultades, lo que no evitó que Turquía devaluara su moneda en febrero.

En los mercados de cambios se reforzó la tendencia a la apreciación del dólar durante la mayor parte del año, en particular frente al euro, que llegó a marcar un mínimo de 0,8272 dólares por euro en octubre, lo que indujo una intervención coordinada del G-7 a favor de la moneda europea. En los últimos meses del año, coincidiendo con los indicios crecientes de enfriamiento económico en Estados Unidos, el euro comenzó a recuperarse y, casi simultáneamente, el yen retomó una senda descendente más pronunciada, que ha proseguido en el primer trimestre de 2001. Por el contrario, el euro no ha conseguido consolidar su tendencia a la apreciación en los primeros meses de este año (véanse recuadro II.1 y gráfico II.3).

Como consecuencia del buen tono económico general, el comercio mundial experimentó un aumento superior al 12 %, en un año en el que los procesos de integración económica y monetaria consiguieron importantes avances, sobre todo en Europa. Así, Grecia se ha convertido, desde enero del presente año, en el duodécimo miembro de la UEM y, en la cumbre celebrada en Niza en el mes de diciembre, la UE fijó el marco y un posible calendario para el acceso de hasta doce países candidatos en la presente década. Mas allá del continente europeo, se espera que el Acuerdo de Libre Comercio de las Américas reciba un fuerte impulso, a pesar de las reticencias de algunos países latinoamericanos, y es factible que China, que ya representa más del 10 % del PIB y el 20 % de la población mundiales, acceda en breve a la Organización Mundial de Comercio, tras haber aproximado sus prácticas económicas y comerciales a las del resto de los países miembros.

II.2. LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS INDUSTRIALIZADAS

II.2.1. Estados Unidos

En su conjunto, el año 2000 supuso para Estados Unidos la culminación de un largo período de inten-

Productividad, desequilibrio exterior y tipo de cambio del dólar

La fortaleza del dólar en los cinco últimos años, en los que se ha apreciado más del 30 % en términos reales frente a los países desarrollados, a pesar del creciente desequilibrio exterior de la economía estadounidense, ha suscitado la cuestión de su posible sobrevaloración.

Para contrastar adecuadamente esta hipótesis, es preciso tener una noción, siquiera aproximada, sobre cuál es el valor de equilibrio del dólar. Esta es una tarea compleja, pues el tipo de cambio es una variable determinada en un mercado caracterizado por su elevada volatilidad, que tiende a sobrereaccionar ante la multitud de factores, de muy diferente naturaleza, que lo determinan y que, además, anticipa la evolución esperada futura de tales determinantes. En cualquier caso, se puede hacer una aproximación más rigurosa seleccionando los que se consideran comúnmente determinantes fundamentales (o fundamentos) del tipo de cambio real y aplicando métodos econométricos que permitan estimar sus interrelaciones de largo plazo.

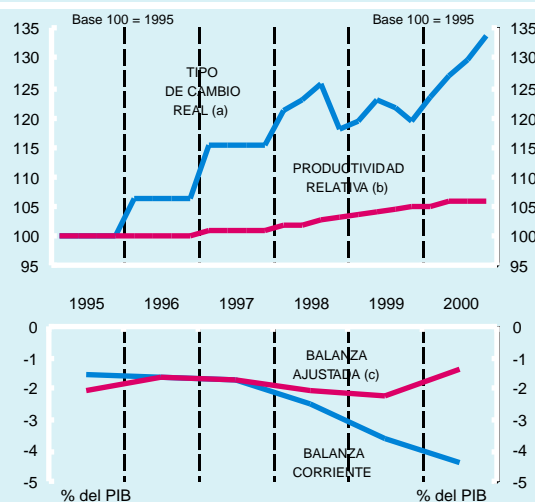
El primer determinante que cabe considerar es la posición de los pasivos exteriores netos, derivada de la acumulación de déficit por cuenta corriente. Para evitar un deterioro insostenible de la cuenta corriente, los crecientes pagos por intereses derivados de la acumulación de pasivos exteriores tenderán a ser contrarrestados con una depreciación del tipo de cambio real que facilite una mejora de la balanza comercial y un alivio del desequilibrio exterior. En los cinco últimos años, el déficit acumulado por cuenta corriente en EEUU ha incrementado el **stock** de pasivos financieros netos en un 15 % del PIB, lo que, según este argumento, habría supuesto una depreciación del tipo de cambio de largo plazo.

El segundo factor fundamental se deriva del crecimiento diferencial de la productividad, que afecta a las expectativas sobre el tipo de cambio a través de dos canales. El primer canal se recoge en la hipótesis conocida como efecto Balassa-Samuelson e implica que el incremento de la productividad (que en Estados Unidos aumentó en un 6,6 % durante el último lustro respecto al resto de principales economías) se reflejará en una apreciación del tipo de cambio real de largo plazo. Los incrementos de productividad tienden a concentrarse en el sector de bienes comercializables (manufacturas y materias primas, principalmente), por lo que, para alcanzar una situación de equilibrio en la que los factores son pagados en cada sector según su productividad marginal, los precios de los servicios tenderán a crecer más que los de las manufacturas. Si, como se tiende a aceptar, los precios de los bienes comercializables evolucionan de un modo similar entre países debido a la competencia, este ajuste de precios internos se reflejará en una tendencia al alza de los precios relativos frente al exterior o, lo que es lo mismo, en una apreciación del tipo de cambio real en el largo plazo. El segundo canal subraya los efectos de la mayor productividad sobre la sostenibilidad de los flujos financieros. Así, un mayor incremento de la productividad que en el resto del mundo implica tasas de rentabilidad mayores de las inversiones en EEUU, lo que permitiría atraer capitales de largo plazo y, de esta forma, obtener ganancias de competitividad en el futuro. Para tomar en consideración, siquiera de un modo muy aproximado, los efectos de estos flujos de capitales estables en la posición exterior es conveniente detraer del déficit por cuenta corriente los flujos netos de inversión directa. Los flujos correspondientes a esta partida entre 1995 y 2000 han representado más del 4 % del PIB en EEUU, debido en buena medida a la mayor rentabilidad esperada de las inversiones. Como se observa en el gráfico, este saldo corriente ajustado implica que la sostenibilidad futura de la posición exterior podría no requerir una depreciación tan sustancial del tipo de cambio real como la que sugiere la evolución del déficit por cuenta corriente; además, la mejora futura de la balanza comercial podría generarse a través de las ganancias de competitividad derivadas de las mejoras en productividad y de las inversiones de capital procedentes del exterior.

Por lo tanto, la observación directa de cómo han evolucionado los fundamentos antes mencionados en los últimos años no es suficiente para aseverar si el tipo de cambio de equilibrio del dólar se ha apreciado ni en qué cuantía, por lo que es preciso acudir a un análisis cuantitativo basado en un modelo. En él se calcula el impacto de la productividad relativa y de la acumulación de pasivos exteriores sobre la evolución del tipo de cambio de largo plazo, lo que permite cuantificar la apreciación del dólar que estaría justificada por la evolución de los fundamentos descritos (1).

Resultaría de este cálculo que la mejora de la productividad respecto al resto del mundo explicaría 9,7 de los 30 puntos porcentuales de apreciación observada, pero la evolución del sector exterior, incluso si se considera solo la balanza por cuenta corriente ajustada por los flujos de inversión directa, restaría 5,4 puntos del tipo de cambio de equilibrio; así, conjuntamente, los fundamentos solo permitirían explicar, según este modelo, 4,2 puntos de la apreciación observada, apenas el 14 % del total. En cualquier caso, estos resultados, que deben ser interpretados con cautela, y cuya insuficiencia para explicar la apreciación del dólar es compartida por otros modelos alternativos, parecen confirmar la sobrevaloración del dólar.

Estados Unidos: tipo de cambio real del dólar y sus determinantes



Fuente: Banco de España.

(a) Frente a los países desarrollados. Un aumento del índice corresponde a una apreciación del tipo de cambio real del dólar.

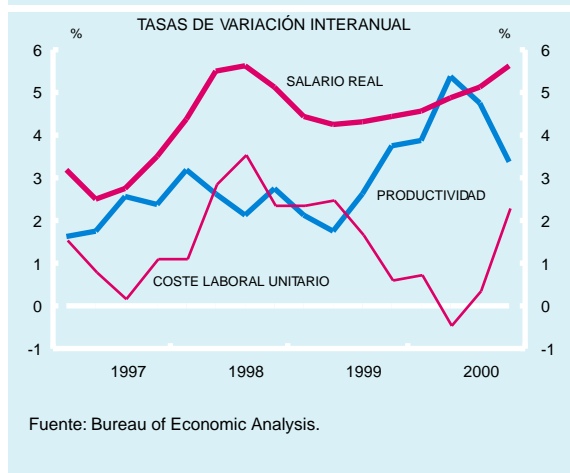
(b) Frente a los países desarrollados. Un aumento del índice corresponde a un incremento de la productividad relativa en EEUU.

(c) Balanza corriente más flujos de inversión directa.

(1) Ver E. Alberola y H. López, *Internal and external exchange rate equilibrium in a cointegration framework*, Documento de Trabajo 9916, Servicio de Estudios, Banco de España. El modelo, que desarrolla la metodología aplicada en el recuadro, utiliza un análisis de cointegración con componentes no observados, en el que el tipo de cambio efectivo real de equilibrio está determinado por los componentes permanentes de la productividad y de la posición exterior neta de los Estados Unidos.

GRÁFICO II.4

Estados Unidos: costes laborales unitarios y su descomposición



so crecimiento con baja inflación. En los tres ejercicios anteriores el PIB creció a unas tasas anuales superiores al 4 %, y en el año 2000 el ejercicio se cerró con un avance del 5 %, mientras los precios, medidos por el IPC, se aceleraron desde el 1,6 % en 1998 al 3,4 % en 2000, si bien la inflación subyacente solo aumentó desde el 2,4 % al 2,6 %. Tales ritmos de crecimiento del producto se han sustentado, entre otros factores, en los positivos efectos del proceso de innovación tecnológica, que, desde 1995, se tradujo en unos aumentos de la productividad del trabajo sensiblemente más altos que en el pasado (véase gráfico II.4). Si entre 1972 y 1995 la productividad/hora de la economía no agraria aumentó a una tasa media del 1,6 % anual, entre 1996 y 1999 lo hizo a un ritmo del 2,8 % y en 2000 la tasa se aceleró hasta el 4,3 %. Sin embargo, en estos años de mayor crecimiento también se han acentuado ciertos desequilibrios, que ponen de manifiesto que, si bien es indudable que ha habido un sustancial aumento del producto potencial, este se ha visto acompañado por un creciente exceso de demanda.

Detrás del notable dinamismo del consumo en los últimos años subyace un fuerte crecimiento del valor de los activos de las familias sobre su renta disponible, que se ha incrementado un 23 % desde 1996, debido al aumento y revalorización de todas las categorías de activos, tanto reales como financieros, y en particular de las acciones. El ímpetu de la inversión privada ha estado ligado a las expectativas de beneficios crecientes y a las favorables condiciones financieras, reflejadas en la intensa revalorización bursátil de estos años y en las fuertes entradas de capital exterior, cuya contrapartida ha sido el

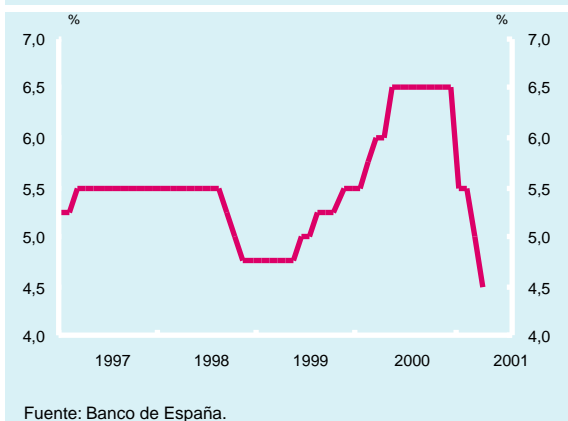
creciente déficit por cuenta corriente, que llegó a situarse en el 4,4 % de PIB en 2000.

No obstante, durante el año 2000 tuvo lugar una inflexión en la evolución de la economía americana. Durante la primera mitad del año se prolongó la fase expansiva. El PIB continuó creciendo, en términos interanuales, a un ritmo cercano al 6 %, muy por encima del 3,5-4 % estimado como crecimiento potencial, impulsado por el fuerte dinamismo de los principales componentes de la demanda interna: el consumo privado, que en el primer semestre llegó a crecer a un ritmo anualizado del 5,9 %, y la inversión privada en capital fijo, cuya tasa de avance en ese mismo período fue de un 12,4 %. La fortaleza de la demanda propició un elevado crecimiento del empleo, que situó la tasa de paro ligeramente por debajo del 4 % en octubre y noviembre. Estas tensiones en el mercado de trabajo trajeron consigo una aceleración de los salarios, aunque, gracias a los incrementos de productividad, los costes laborales unitarios no aumentaron significativamente hasta el último trimestre. En el segundo semestre de 2000, en cambio, la demanda interna comenzó a desacelerarse rápidamente, en particular como consecuencia del retroceso de la inversión privada, lo que llevó consigo una notable reducción del ritmo de crecimiento del PIB, que pasó de crecer a una tasa interanual del 6,1 % durante el segundo trimestre, al 5,2 % y 3,4 %, respectivamente, en el tercer y cuarto trimestres del año.

Si ya resulta de por sí complejo determinar con precisión los factores causantes de este giro y su intensidad, cualquier valoración debe, además, tener en cuenta que el ciclo económico reciente de Estados Unidos presenta algunas diferencias significativas con las pautas anteriores. La más destacable es quizás que, mientras que habitualmente la fase de auge traía consigo tensiones inflacionistas, que inducían un endurecimiento de la política monetaria, que terminaba, a su vez, doblando el crecimiento del producto, en esta ocasión las ganancias de productividad han permitido mantener las presiones de precios relativamente controladas, a pesar del encarecimiento del petróleo. El alza de los precios energéticos tuvo, no obstante, una cierta repercusión alcista sobre los precios finales —aunque la inflación subyacente se mantuvo bastante estable— y ejerció un cierto efecto contractivo sobre los márgenes y rentas salariales. También contribuyó en alguna medida a la desaceleración del producto el gradual endurecimiento de la política monetaria, emprendido

GRÁFICO II.5

Estados Unidos: tipos de interés objetivo de los Fondos Federales



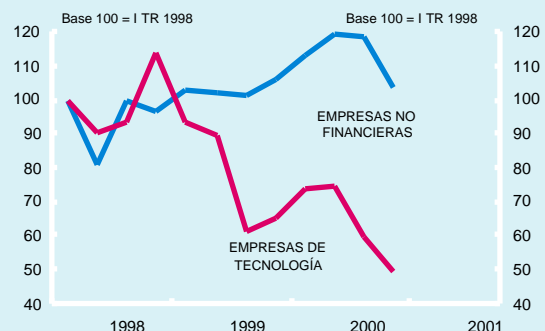
por la Reserva Federal desde agosto de 1999, e intensificado en la primera parte del año 2000, en respuesta a su percepción de que la subida de los precios energéticos, la fortaleza de la demanda y el reducido desempleo estaban alimentando serios riesgos inflacionistas, lo que llevó los tipos oficiales de interés desde el 5 % hasta el 6,5 %, nivel en el que se mantuvieron entre mayo de 2000 y enero de 2001 (véase gráfico II.5). Además, hacia mediados de año se inició un goteo de anuncios de empeoramiento de beneficios realizados —proceso que ha continuado en los primeros meses de 2001—, especialmente intenso en las manufacturas y en las empresas productoras de bienes y servicios de alta tecnología, que afectó negativamente a los mercados bursátiles e indujo un aumento de las primas de riesgo de crédito en los mercados de renta fija, según se describió previamente. También empeoraron los índices de morosidad, aunque todavía están en niveles lejanos a los de la recesión de 1990-1991, cuando se produjo una seria crisis bancaria. Todos estos factores tuvieron un efecto restrictivo sobre los planes de inversión, adicional al que por sí sola hubiera tenido la caída de beneficios, y permiten explicar el fuerte descenso de la inversión productiva, especialmente la de bienes de alta tecnología (véase gráfico II.6).

Hasta final de año, la autoridad monetaria transmitió la impresión de que los mayores riesgos continuaban estando por el lado de la inflación. A comienzos de 2001, sin embargo, el empeoramiento de las perspectivas económicas, plasmado en el fuerte deterioro de los índices de confianza de consumidores y empresarios, propició un cambio en la actitud de la Reserva Federal, que pasó a considerar

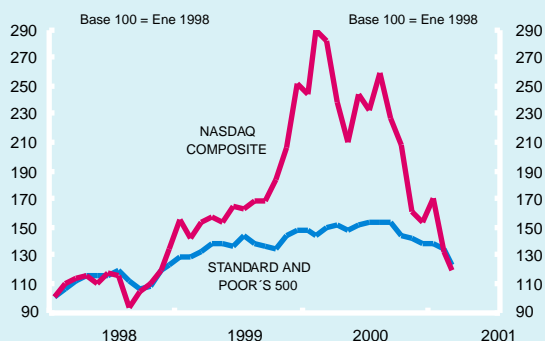
GRÁFICO II.6

Estados Unidos: beneficios, índices bursátiles e inversión

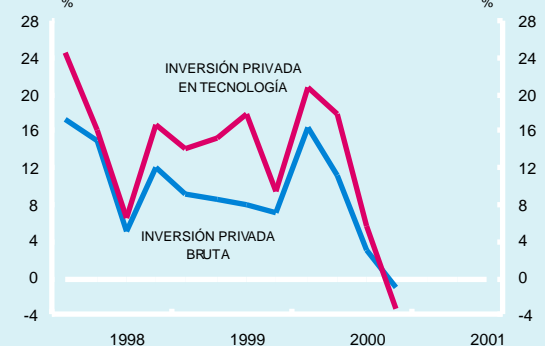
BENEFICIOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS Y DE TECNOLOGÍA (a)



ÍNDICES DE LOS MERCADOS BURSÁTILES



INVERSIÓN BRUTA EN CAPITAL FIJO (b)



Fuente: estadísticas nacionales.

- (a) Ajustados de depreciación y existencias. Antes de impuestos.
(b) Tasa intertrimestral anualizada.

más importantes los riesgos de recesión, en un entorno en el que juzgó que la inflación estaba contenida, lo que llevó, entre el 3 de enero y el 15 de mayo de 2001, a reducir en 2,5 puntos el tipo de los fondos federales, hasta dejarlo en el 4 %. Esta reacción rápida y contundente de la autoridad monetaria ha propiciado un cierto clima de confianza en que, después de un rápido ajuste de inventarios y del exceso de capacidad, la actividad se recupere en la segunda mitad de 2001, apoyado en el fondo de firmeza derivado de los cambios estructurales acae-

cidos en Estados Unidos en los últimos años y sus efectos favorables sobre la evolución tendencial de la productividad.

Existe, no obstante, un grado considerable de incertidumbre sobre el curso futuro de la economía norteamericana. Así, aunque las cifras de Contabilidad Nacional del primer trimestre de 2001 han sido mejores de lo esperado, no son desdeñables los riesgos de que la debilidad de la actividad se acentúe y prolongue, debido a un posible ajuste más intenso del consumo privado y de la capacidad instalada. Esta posibilidad está relacionada con una serie de desequilibrios financieros del sector privado, que se han exacerbado en el prolongado periodo expansivo de años precedentes y que se reflejan en el elevado déficit por cuenta corriente (4,4 %), una tasa de ahorro familiar neta negativa, situada en el -4 % de la renta disponible, y un elevado endeudamiento de algunos sectores empresariales, en particular aquellos asociados a las tecnologías de la información. Estos desequilibrios pueden ser parcialmente explicados por la excesiva revalorización bursátil, que ha contribuido durante la fase de auge a acentuar los ritmos de avance del consumo y la inversión, y ha sido un foco de atracción del capital exterior. En todo caso, esta sobrevaloración, como se ha señalado, ha sido en buena medida corregida en el último año.

Si bien el empeoramiento de la situación financiera de las empresas ya ha tenido efectos palpables sobre la inversión y la creación de empleo, hasta el momento, y pese al deterioro de los índices de confianza, el consumo ha mantenido un ritmo de aumento superior al de la renta disponible, quizás porque las caídas bursátiles han tenido un impacto amortiguado sobre el patrimonio de las familias, toda vez que estas han ido reduciendo, en los últimos años, sus carteras de acciones más arriesgadas, proceso en parte propiciado por las ofertas de recompra (*buy back*) de las empresas emisoras. No obstante, si la corrección de la posición financiera de las familias fuera demasiado brusca, inducida, por ejemplo, por un empeoramiento de las condiciones de empleo, podría tener lugar una caída drástica del consumo, que aumentaría las probabilidades de una recesión. Otro riesgo es el concerniente al déficit exterior y a un posible ajuste a la baja demasiado rápido del dólar, por una pérdida de confianza de los inversores internacionales, si bien es cierto que, hasta el primer trimestre de 2001, las caídas de las bolsas y el empeoramiento de las expectativas no han tenido una incidencia negativa sobre el dólar.

Una parte del diferencial negativo entre el ahorro y la inversión privados ha sido cubierta por el creciente superávit de las Administraciones Públicas, que alcanzó en 2000 un 1,5 % del PIB, debido, principalmente, al intenso crecimiento de la recaudación, pues el gasto tuvo un carácter expansivo. La continua revisión al alza de las previsiones de superávit para los próximos diez años ha favorecido el proyecto de rebajas fiscales de la nueva administración. Dicho proyecto, que en su origen tenía un marcado carácter estructural y de largo plazo, y cuya justificación más sólida era la perspectiva de una amortización de la deuda pública en unos seis años, ha ido transformándose, a medida que se intensificaba la desaceleración, en una estrategia mixta que combina los objetivos señalados a largo plazo con una clara intención anticíclica a un plazo más corto, a través de una reducción fiscal para este año con efectos retroactivos. En todo caso, aunque el programa ha pasado algunos filtros legislativos, su puesta en marcha no será factible hasta el segundo semestre del ejercicio.

II.2.2. Japón

El producto real creció un 1,7 % en Japón en el año 2000, con lo que la tasa media de la década se sitúa en tan solo un 1,5 %, frente al 4,2 % en la década anterior. Los síntomas de recuperación económica aparentes en los primeros meses se desvanecieron a lo largo del año, hasta desembocar en una nueva caída del producto en el tercer trimestre, en tasa intertrimestral, que fue compensada en el cuarto. Esta atonía se ha extendido a los primeros meses del presente ejercicio, en el que los principales indicadores de actividad disponibles muestran una situación de estancamiento. Han persistido, además, las presiones de signo deflacionista, la fuerte tendencia descendente de las cotizaciones bursátiles, el empeoramiento de las finanzas públicas y la fragilidad del sector financiero, derivada del elevado volumen de préstamos de baja o nula calidad acumulados por las entidades crediticias, del escaso avance del proceso de saneamiento bancario y de la propia caída de los mercados bursátiles.

El consumo privado solo aumentó un 0,5 % en el año 2000, lastrado por el estancamiento del empleo. La demanda externa perdió empuje, tendencia que muestra signos de agudizarse en los últimos meses, a raíz de la desaceleración de la economía americana. Las únicas variables que conservaron un

cierto dinamismo fueron la inversión privada y el consumo público, con aumentos superiores al 3 % (véase gráfico II.7). No obstante, las posibilidades de expansión adicional de este último están muy limitadas por los niveles alcanzados por el déficit y la deuda pública, del 8,3 % y 130 % del PIB, respectivamente. El descenso de las carteras de pedidos industriales y el deterioro de la confianza empresarial en el primer trimestre del año 2001 indican que también la inversión privada parece haber entrado en vía de agotamiento.

La atonía del gasto privado ha contribuido a mantener la evolución descendente de los precios de consumo, que registraron una caída del 0,6 % en el conjunto del año 2000. En este entorno globalmente deflacionista, la política monetaria registró cambios significativos de orientación en el período considerado. Tras mantener una política de tipos de interés cero en la primera mitad del año, el Banco de Japón decidió elevar ligeramente el tipo de intervención diario en agosto. Esta decisión suscitó un debate sobre la conveniencia de cambiar la estrategia seguida hasta entonces, que desembocó en una nueva reducción del tipo oficial de descuento, desde el 0,5 % hasta el 0,35 %, en febrero de 2001, y el establecimiento, en marzo, de un objetivo cuantitativo, lo que supone un aumento de la liquidez del sistema y situar los tipos de interés diarios, nuevamente, en un nivel prácticamente nulo, al tiempo que se ha anunciado que estas políticas se mantendrán hasta que la tasa de inflación interanual registre variaciones positivas. Por su parte, el tipo de cambio del yen frente al dólar, tras estabilizarse en el primer semestre del año pasado, período en el que la divisa norteamericana mantuvo una acusada fortaleza frente al euro, siguió un curso depreciatorio en el último trimestre del ejercicio, que se ha acentuado durante los primeros meses de 2001, hasta alcanzar en marzo y abril la cota de 125 yenes por dólar, no conocida desde 1998. El superávit de la balanza corriente en el año 2000 se situó en el 2,5 % del PIB, sin apenas variación respecto al año precedente.

II.2.3. Otras economías desarrolladas

Dentro de los países de la UE no pertenecientes al área del euro, la economía del Reino Unido alcanzó el año pasado un crecimiento del 3 %, por encima del 2,3 % de 1999. La evolución a lo largo del ejercicio tuvo dos fases bien diferenciadas: durante la primera mitad, el crecimiento fue del 3,3 % y las

GRÁFICO II.7

Japón: principales indicadores macroeconómicos



Fuente: estadísticas nacionales.

presiones de demanda parecieron amenazar la estabilidad de precios, lo que propició un aumento de los tipos de interés de 50 puntos básicos (hasta el 6 %) en enero y febrero; a partir del verano, la economía se desaceleró suavemente y los focos que amenazaban con generar tensiones inflacionistas (básicamente, los fuertes incrementos salariales y del precio de los inmuebles) se moderaron notablemente, lo que permitió alcanzar a final de año una tasa de aumento del índice armonizado de precios de consumo del 0,8 %, inferior al 1,3 % de 1999. El consumo privado fue el principal impulsor del creci-

miento, con una tasa de avance media del 3,7 %, que supuso, sin embargo, una desaceleración respecto a 1999. En los últimos meses de 2000, la caída de las bolsas y la brusca desaceleración de los precios de los inmuebles (desde tasas del 14 % al entorno del 4 %) tuvieron un efecto moderador sobre el consumo. La formación bruta de capital avanzó en el año tan solo un 2,6 %, frente al 5,4 % en 1999, mientras que la aportación negativa de la demanda exterior al crecimiento del producto se moderó notablemente en comparación con el ejercicio precedente, gracias al mayor crecimiento de las exportaciones. El empleo creció en el primer semestre y luego se estabilizó, y la tasa de paro se redujo del 6 % al 5,5 %. El sector público registró un superávit muy similar al de 1999 (1,4 % de PIB). En los primeros meses del presente año, ante los signos de desaceleración económica y la caída de la inflación, el Banco de Inglaterra redujo al 5,25 % sus tipos de interés, lo que compensa con creces la subida realizada un año antes.

En Dinamarca y Suecia, los otros dos países de la UE que no son miembros del área del euro, el crecimiento (2,3 % y 3,9 %, respectivamente) ha sido equilibrado, al coincidir con el mantenimiento de bajas tasas de inflación y de paro, si bien hubo superávit fiscales superiores al 2,5 % del PIB en el primer caso y al 3,5 % en el segundo. Fuera de la Unión Europea, cabe destacar la desaceleración del crecimiento en Canadá, cuya tasa trimestral anualizada se ha situado en el 2,7 % en el cuarto trimestre de 2000, frente al 4,8 % en el primero. El freno de la economía estadounidense podría intensificar este proceso de desaceleración, dado el alto grado de integración de la economía canadiense con la de Estados Unidos, a la que exporta un 37 % de su producción.

II.3. LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

II.3.1. Los países aspirantes a la entrada en la Unión Europea

Los doce países candidatos al acceso a la UE (diez de ellos de Europa central y oriental) recibieron un fuerte espaldarazo en sus aspiraciones en la cumbre celebrada en Niza en diciembre de 2000, donde se perfiló el calendario y el marco institucional para su incorporación durante la presente década. Su evolución económica en el pasado año ha consolidado la pauta de recuperación iniciada el ejercicio precedente, lo que permitió a la región en

su conjunto alcanzar una tasa de crecimiento próxima al 4 %, prácticamente el doble de la registrada en 1999 y la más elevada desde 1996. Como consecuencia de la reactivación económica, la inflación regional repuntó en casi 2 puntos porcentuales, hasta el 12,9 %. En este contexto, el reto para estos países está en mantener el avance en las reformas y alcanzar una adecuada combinación de políticas económicas, capaz de permitir progresar en la convergencia real sin menoscabo de la necesaria consolidación de la convergencia nominal.

Atendiendo a su posición cíclica reciente, cabe distinguir dos tipos de países dentro del área: los que iniciaron en 1999 el proceso de recuperación (Hungria, Polonia y Eslovenia) mantuvieron altas tasas de crecimiento durante el año 2000, entre el 4 % y el 5,5 %; los países más retrasados en la posición cíclica (Bulgaria, Eslovaquia y Letonia), e incluso aquellos que atravesaron en 1999 por una situación de recesión (República Checa, Rumania, Lituania y Estonia) se unieron gradualmente a la senda de crecimiento, si bien con una apreciable dispersión en sus tasas, comprendidas en una franja entre el 2 % de Rumania y el 6,3 % de Estonia. El dinamismo de la demanda externa, especialmente la procedente de la UE (que representa más del 50 % del comercio del área) y también, para los países bálticos, de Rusia, fue uno de los principales motores de la actividad, lo que ha permitido, además, una ligera corrección —inferior en todo caso a un punto porcentual— de los elevados déficit por cuenta corriente, que se han situado, para el área en su conjunto, ligeramente por debajo del 5 % del PIB. De modo análogo, la desaceleración de la actividad en los principales países industrializados se está traduciendo en una pérdida de dinamismo de la región en los primeros meses de 2001.

Turquía, que en la cumbre de Helsinki recibió el estatuto de país pre-candidato al ingreso en la UE, pasó por graves dificultades en el período analizado, a pesar de que el crecimiento económico alcanzó el 6,6 %, debido a la fragilidad de su sistema financiero y a la ampliación de su déficit por cuenta corriente, que superó el 5 % del PIB. En noviembre se produjo una crisis financiera, como resultado de la cual, en enero de 2001, se revisó el paquete de ayuda del FMI. Sin embargo, los obstáculos para poner en marcha las reformas estructurales previstas se conjugaron con la inestabilidad política, lo que generó un nuevo episodio de crisis, que concluyó en febrero con el abandono del régimen de tipo de cambio

deslizante adoptado el mes anterior y la depreciación de la lira turca en más de un 40 %. No obstante, los efectos de la crisis sobre el resto de las economías de la región han sido limitados.

II.3.2. América Latina

Tras las crisis cambiarias y financieras que afectaron a América Latina en los últimos años, el año 2000 ha supuesto el retorno a tasas de crecimiento elevadas, que han sido compatibles con un mayor grado de estabilidad macroeconómica. En su conjunto, el PIB del área ha aumentado un 4,2 % —frente a un crecimiento casi nulo en 1999—, impulsado por el dinamismo de las exportaciones y el despegue de la demanda interna. No obstante, se han observado notables diferencias entre países, imputables a los efectos asimétricos de los condicionantes exteriores, a los márgenes de maniobra de los respectivos regímenes de política económica y a las propias circunstancias internas (véase cuadro II.2).

La coyuntura de la región ha venido marcada, fundamentalmente, por los efectos de la evolución económica en Estados Unidos, sin olvidar que la diversidad de resultados económicos dentro del área también ha venido influida por la trayectoria de los precios de las materias primas, que ha beneficiado a los países exportadores de petróleo —Venezuela, México y Ecuador, principalmente—, por la boyante situación del mercado a lo largo del pasado año.

La influencia de los desarrollos en la economía estadounidense sobre América Latina ha discurrido por dos canales: el primero, a través de la demanda norteamericana de exportaciones de la región y, el segundo, a través de las condiciones monetarias (tipos de interés y tipo de cambio del dólar). En los países más vinculados comercialmente a los Estados Unidos, en particular en México, el primer canal ha dominado sobre el segundo, lo que explica tanto el dinamismo de la economía mejicana en los tres primeros trimestres del año como la notable desaceleración que se está observando a partir del último trimestre. Para el conjunto del año 2000, los resultados de la economía mejicana han sido los mejores de entre los principales países de América Latina, con un crecimiento del PIB cercano al 7 %. Argentina se situó en el polo opuesto: la fortaleza del dólar y el incremento de los tipos de interés estadounidenses hasta mayo de 2000 supusieron, con una paridad fija entre el peso y el dólar, un obstáculo para

la reactivación económica durante la mayor parte del año, al que se han sumado el mantenimiento de elevados diferenciales de la deuda soberana y la necesidad de instrumentar sucesivos planes de ajuste fiscal encaminados a enderezar la delicada situación de las finanzas públicas. El resultado de esta combinación de circunstancias adversas ha sido una tasa de crecimiento negativa por segundo año consecutivo. Sin embargo, si se atiende al cambio reciente en la coyuntura norteamericana, Argentina es, dentro de los países latinoamericanos, el menos sensible a una desaceleración de las importaciones de Estados Unidos y el que puede verse más beneficiado por unas condiciones monetarias más holgadas en dicho país. Por su parte, la economía brasileña registró un crecimiento del 4,5 % durante el pasado año, frente al 0,8 % el año anterior, mientras que la tasa de inflación, aunque aumentó en la comparación de las medias anuales, disminuyó a lo largo del año 2000, y el déficit por cuenta corriente se redujo ligeramente, aunque se mantuvo por encima del 4 % del PIB.

Un aspecto que cabe destacar en la evolución de las economías latinoamericanas durante el pasado año ha sido la consolidación de un entorno de estabilidad macroeconómica. Los resultados han sido especialmente positivos en el frente de los precios: la inflación del área se ha consolidado por debajo de los dos dígitos (8 %, frente al 8,8 % en 1999), a pesar del dinamismo de la economía y de las presiones alcistas derivadas del incremento del precio del crudo. La reducción de la inflación ha sido general, aunque cabe destacar el caso de los países que —como Brasil, México y Chile— han adoptado estrategias monetarias de objetivos directos de inflación. Dichos esquemas han demostrado su viabilidad, lo que ha reforzado su credibilidad.

También se ha avanzado en el proceso de consolidación de las finanzas públicas, que ha situado el déficit público del área en un 2,6 % del PIB, frente al 4,3 % de 1999. Sin embargo, estos resultados, aparentemente satisfactorios, obedecen más a la favorable posición cíclica que a un genuino proceso de ajuste estructural de los déficit.

Por lo que respecta al sector exterior, su evolución fue favorable, aunque buena parte de la fortaleza de las exportaciones, que crecieron en torno al 20 %, se debió al mantenimiento de los elevados precios del petróleo, del que el área en su conjunto es exportador neto, y al dinamismo global de la demanda. Como consecuencia de ello, el déficit comercial de la región se redujo, desde el 0,8 % del

Países con mercados emergentes: principales indicadores macroeconómicos

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
PIB (a):						
Asia						
Corea del Sur	8,9	6,8	5,0	-6,7	10,9	8,8
China	10,5	9,6	8,8	7,8	7,1	8,0
Tailandia	9,3	5,9	-1,4	-10,8	4,2	4,3
Indonesia	8,2	8,0	4,5	-13,1	0,8	4,8
Malasia	9,8	10,0	7,3	-7,4	5,8	8,5
Países candidatos a la UE						
Hungría	1,5	1,3	4,6	4,9	4,5	5,3
Polonia	6,8	6,0	6,8	4,8	4,1	4,1
República Checa	5,9	4,8	-1,0	-2,2	-0,8	2,8
Rumanía	7,1	3,9	-6,1	-5,4	-3,2	2,0
Rusia	-4,2	-3,4	0,9	-4,9	3,2	7,5
América Latina						
Argentina	-2,8	5,5	8,1	3,8	-3,4	-0,5
Brasil	4,2	2,7	3,3	0,2	0,8	4,5
Méjico	-6,2	5,2	6,8	4,9	3,8	6,9
INFLACIÓN:						
Asia						
Corea del Sur	4,5	4,9	4,4	7,5	0,8	2,3
China	17,1	8,3	2,8	-0,8	-1,4	0,4
Tailandia	5,8	5,9	5,6	8,1	0,3	1,5
Indonesia	9,4	7,9	6,2	58,0	20,7	3,8
Malasia	3,4	3,5	2,7	5,3	2,8	1,5
Países candidatos a la UE						
Hungría	28,3	23,5	18,3	14,3	10,0	9,8
Polonia	27,9	19,9	14,9	11,8	7,3	10,1
República Checa	9,1	8,8	8,5	10,7	2,1	3,9
Rumanía	32,3	38,8	154,8	59,1	45,8	45,7
Rusia	197,4	47,6	14,7	27,7	85,7	20,8
América Latina						
Argentina	3,4	0,2	0,5	0,9	-1,2	-0,7
Brasil	66,0	15,8	6,9	3,2	4,9	7,0
Méjico	35,0	34,4	20,6	15,9	16,6	9,5
SALDO SECTOR PÚBLICO (b):						
Asia						
Corea del Sur	1,3	1,0	-0,9	-3,8	-2,7	2,5
China	-1,0	-0,8	-0,8	-1,1	-2,9	...
Tailandia	3,0	2,5	-0,9	-2,5	-3,0	...
Indonesia	0,8	1,2	-0,7	-1,9	-2,3	...
Malasia	2,2	2,1	4,0	-1,0	-4,1	...
Países candidatos a la UE						
Hungría	-6,3	-3,1	-4,5	-6,3	-3,7	...
Polonia	-2,6	-2,5	-1,3	-2,4	-2,0	...
República Checa	0,5	0,9	-1,9	6,6	-1,6	...
Rumanía	-4,1	-4,9	-3,6	-2,8	-2,6	...
Rusia	-5,2	-7,9	-7,0	-5,0	-1,7	...
América Latina						
Argentina	-0,9	-2,5	-1,5	-1,4	-2,6	-2,5
Brasil	-7,1	-5,9	-6,3	-7,9	-10,0	-4,6
Méjico	-0,9	-0,3	-1,4	-1,2	-1,3	-1,1
BALANZA CUENTA CORRIENTE (b):						
Asia						
Corea del Sur	-1,7	-4,4	-1,7	12,7	6,1	2,2
China	0,2	0,9	4,1	3,3	1,6	1,2
Tailandia	-8,1	-8,1	-0,9	12,7	10,2	7,5
Indonesia	-3,2	-3,4	-2,3	4,2	4,1	4,2
Malasia	-9,5	-4,6	-4,8	12,9	15,9	11,4
Países candidatos a la UE						
Hungría	-5,6	-3,7	-2,1	-4,8	-4,4	-4,5
Polonia	4,5	-1,0	-3,0	-4,3	-7,5	-6,8
República Checa	-2,6	-8,1	-6,3	-2,3	-2,0	-3,4
Rumanía	-5,0	-7,3	-6,3	-7,3	-3,8	-3,8
Rusia	2,2	2,9	0,8	0,8	12,4	18,4
América Latina						
Argentina	-1,9	-2,4	-4,1	-4,9	-4,3	-2,5
Brasil	-2,6	-3,0	-4,2	-4,3	-4,7	-4,1
Méjico	-0,6	-0,7	-1,9	-3,8	-3,0	-3,1

Fuentes: FMI, Russian and European Centre for Economic Policy, Deutsche Bank.

(a) Tasa de variación.

(b) Porcentaje del PIB. Total Administraciones Públicas.

Tendencias recientes en los flujos de capital hacia América Latina

Las necesidades de financiación de la región latinoamericana vienen marcadas por el elevado y creciente servicio de la deuda, que pasó de un 39 % de las exportaciones en 1993 a un 51 % en 2000. Esta carga de deuda está en la base de la persistencia del déficit por cuenta corriente y supone un lastre considerable a la capacidad de crecimiento de la zona. De hecho, si se eliminase el componente del pago de intereses, se obtendría una situación externa aproximadamente equilibrada, como se puede comprobar en el primer gráfico. Esta situación contrasta con la posición externa de las economías asiáticas, cuya balanza por cuenta corriente presenta un superávit que se ha consolidado desde 1997, debido a que son economías con una fuerte orientación exportadora y a que el servicio de la deuda se ha mantenido en niveles reducidos y estables (véase gráfico segundo). En Asia, las entradas de capital de los últimos años han permitido una fuerte acumulación de reservas.

La balanza por cuenta corriente de América Latina ha moderado su déficit en los últimos años, lo que ha tenido su reflejo en la ligera caída de la financiación externa neta (gráfico tercero). La mejora de la posición exterior en 2000 se ha debido, fundamentalmente, al logro del equilibrio en la cuenta comercial, impulsado por el elevado precio del crudo y por el contexto expansivo mundial, pues la deuda externa se ha incrementado ligeramente en dicho período y su tipo de interés medio se ha mantenido estable.

Los elevados flujos de inversión directa han permitido cubrir en buena medida las necesidades de financiación, y han compensado la drástica disminución de los flujos netos de acreedores privados, que han sido negativos en los dos últimos años, debido en parte al entorno de elevada volatilidad y períodos de baja actividad que han caracterizado a los mercados financieros emergentes. Los flujos netos de ayuda oficial han supuesto en el período 1997-2000 en torno al 20 % de las necesidades de financiación de América Latina. Tales flujos han actuado como un mecanismo de compensación en los períodos de elevada inestabilidad en las economías emergentes, cuando la financiación privada se ha revelado insuficiente, aunque es obvio que no puede sustituir al capital privado.

Las elevadas y persistentes necesidades de financiación externa motivadas por la carga financiera de la deuda, unidas a la volatilidad de los mercados emergentes de capitales, colocan a las economías de América Latina en una situación de persistente vulnerabilidad. En los últimos años, los flujos de inversión extranjera directa han cubierto buena parte de la financiación externa, pero en el futuro es difícil que se pueda mantener su ritmo de entrada, debido a la ralentización del proceso privatizador, por el agotamiento de los activos fácilmente privatizables. En este sentido, en los últimos años se ha constatado que los flujos de acreedores privados son muy variables y están sujetos a períodos de interrupción (sequías financieras), que constituyen un riesgo permanente para el proceso de crecimiento en estos países.

Para reducir la vulnerabilidad externa del área y su dependencia de las ayudas oficiales son claves la instrumentación de políticas macroeconómicas de estabilidad y la realización de reformas estructurales tendentes a propiciar un crecimiento equilibrado, a generar ahorro interno, público y privado, a través del desarrollo del sistema financiero, y a fomentar otras vías de financiación menos onerosas y menos volátiles a corto plazo. Dentro de estas últimas se viene observando un sustancial incremento de las operaciones de *swaps* de deuda para reestructurar el pasivo de estas economías y favorecer la financiación a largo plazo, y un mayor recurso al mercado de los préstamos sindicados, que en los últimos tiempos se está mostrando como una fuente importante de financiación, y que en 2000 ha tenido un coste financiero inferior al de la deuda.

Economías emergentes: necesidades de financiación exterior

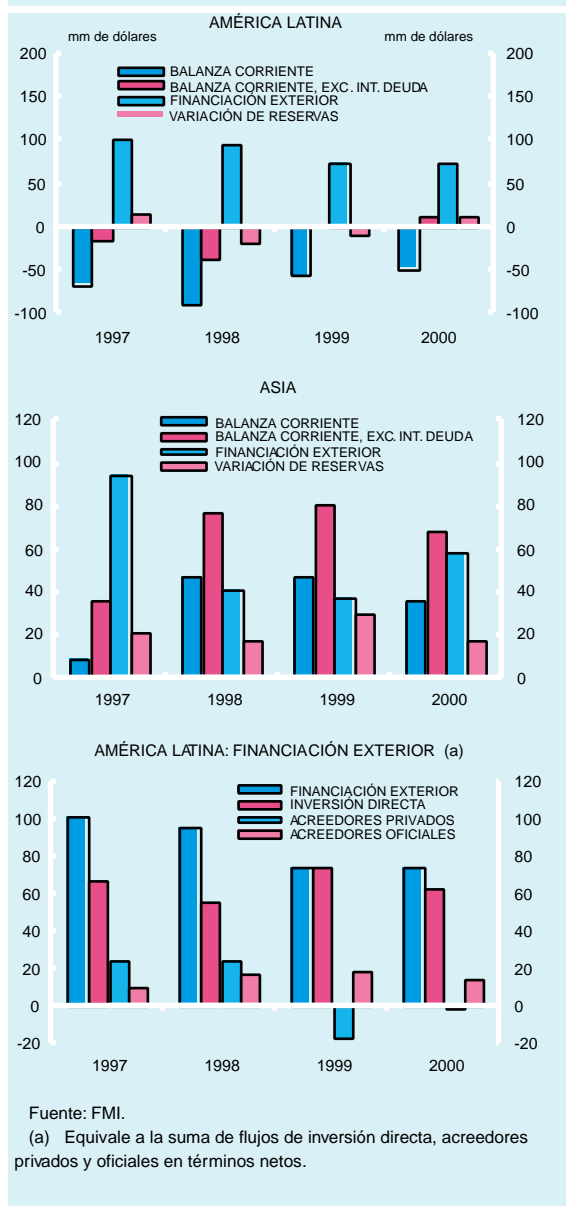
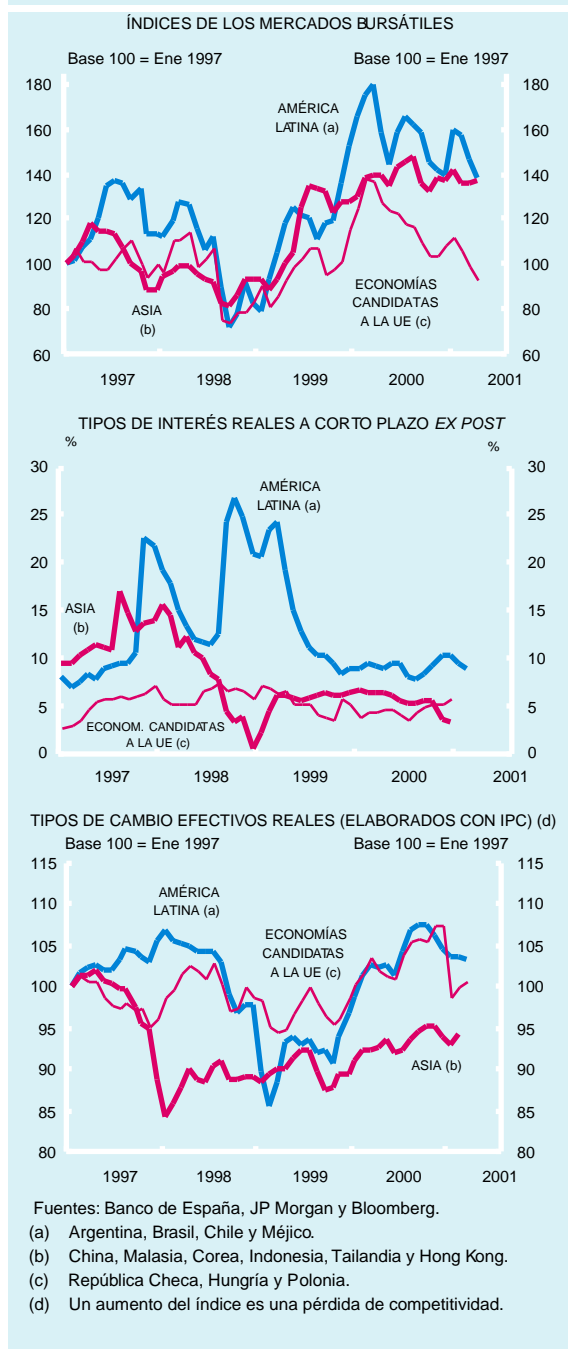


GRÁFICO II.8

Economías emergentes: indicadores financieros

PIB en 1999 al 0,1 % en el año 2000, una situación prácticamente de equilibrio, y el déficit por cuenta corriente pasó del 3,2 % al 2,5 %, aunque la práctica totalidad de esta caída se explica por el extraordinario comportamiento de la cuenta corriente de Venezuela, cuyo excedente superó el 12 % del PIB.

A pesar de la ligera corrección del desequilibrio exterior, su financiación se ha tenido que instrumentar en condiciones relativamente desfavorables,

caracterizadas por diferenciales de tipos de interés elevados y dificultades recurrentes de acceso a los mercados de capitales globales por parte de los países emergentes (véanse gráficos II.3 y II.8). No obstante, la continuidad en los flujos de inversión directa ha permitido cubrir en buena medida las necesidades de financiación.

El fortalecimiento general de la posición económica del área no debe ocultar, sin embargo, la recurrente aparición de episodios de inestabilidad. Así, dentro de un contexto recesivo que dura casi tres años, la economía argentina tuvo que afrontar una crisis de liquidez en noviembre, desencadenada por un nuevo episodio de inestabilidad política, que finalmente pudo superar en el presente año gracias a un paquete de ayuda instrumentado a través del FMI, al que contribuyó España y que contó con una importante participación del sector privado, y a la relajación de las condiciones monetarias globales. En los primeros meses del presente año, la agudización de la crisis turca y la continuación de un clima político inestable causaron nuevas dificultades a la economía argentina y ocasionaron un cambio de rumbo en la política económica, en busca de un impulso más decidido hacia la reactivación.

Los datos disponibles para este ejercicio muestran que, en general, las tendencias presentes a lo largo del pasado año se mantienen en la región, al tiempo que se detecta una cierta aproximación de las tasas de crecimiento nacionales. La ralentización del crecimiento global implica, no obstante, que las economías latinoamericanas tendrán que fundamentar su crecimiento en mayor medida en la demanda interna, lo que supone un reto para aquellos países que, como Brasil o México, mantienen un mayor déficit exterior. Finalmente, un elemento de preocupación es la persistente volatilidad en los mercados de capitales emergentes, espoleada por la negativa evolución de los índices bursátiles y por las crisis recientes, que han frustrado la mejoría de las condiciones de financiación y entrañan un riesgo para la consolidación de la senda de crecimiento de unas economías que siguen siendo muy dependientes de los flujos de financiación exterior para financiar los procesos de inversión internos (véase recuadro II.2).

II.3.3. El sudeste de Asia y otras zonas emergentes

Las economías del sudeste de Asia prosiguieron a lo largo de la mayor parte del año 2000 el proceso

de recuperación iniciado el año precedente, en un entorno de estabilidad de los precios y de los tipos de cambio, con la excepción de algunos países afectados por crisis políticas o institucionales (especialmente, Indonesia). El motor del crecimiento económico general fue —al igual que en el año precedente— el crecimiento de las exportaciones, con tasas superiores al 20 % en la mayoría de los países, si bien este impulso fue perdiendo fuerza durante los meses finales del ejercicio, a medida que la economía estadounidense se desaceleraba y se ensombrecían las perspectivas de los sectores de bienes tecnológicos, de los que la región es un destacado exportador. La demanda interna registró, en la mayoría de los países, un crecimiento reducido, por los efectos, aún perceptibles, de las políticas de ajuste y de reestructuración industrial y financiera acometidas tras las crisis de 1997-1998. Dichos procesos han ocurrido, en conjunto, positivamente, si bien con cierta lentitud en algunos países. Donde las reformas estructurales han tenido una mayor intensidad es en China, inmersa en un complejo y amplio proceso de

cambios en el conjunto de su economía, que deben facilitar su acceso en tiempo relativamente breve a la Organización Mundial de Comercio.

El ritmo de crecimiento económico durante el año 2000 fue más intenso en Corea del Sur, Malasia y China, que alcanzaron tasas comprendidas entre el 8 % y algo más del 10 %. Sin embargo, los indicadores disponibles para los primeros meses del año 2001 confirman la ralentización del crecimiento económico en la gran mayoría de los países del área, arrastrados por la desaceleración de las exportaciones. Para contrapesar esta tendencia, las políticas de demanda están adoptando un tono más expansivo que en los dos años anteriores, tanto en el plano monetario como en el fiscal.

Por último, Rusia alcanzó un fuerte crecimiento en el año 2000 (en torno al 7,5 %), impulsado por los elevados precios del crudo y la situación competitiva del rublo, lo que permitió también un holgado superávit por cuenta corriente.

CAPÍTULO III

EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

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

La economía del área del euro presentó en el año 2000 unos resultados muy positivos en términos de crecimiento, con una tasa de variación del PIB del 3,4 %, casi un punto por encima de la registrada el año anterior y la mayor desde 1989. Este vigoroso avance del producto fue consecuencia del mantenimiento del dinamismo de la demanda interna, que creció a un ritmo solo ligeramente inferior al de los dos años anteriores, y de la recuperación de la demanda exterior neta, que se vio favorecida por la notable expansión de la economía mundial y por la depreciación del tipo de cambio del euro (véase cuadro III.1). La generación de puestos de trabajo progresó también de manera muy apreciable, lo que se tradujo en una disminución de la tasa de paro. Paralelamente, el fuerte encarecimiento de la energía, intensificado por la debilidad del euro, condujo a una aceleración de los precios de consumo, aunque los indicadores de inflación subyacente, que no recogen la evolución de los precios de los bienes más expuestos a variaciones transitorias, mostraron un avance más moderado.

III.1.1. La actividad y el empleo

Detrás de las cifras de crecimiento anual subyace una trayectoria descendente de la actividad económica a lo largo del año, conjugándose en el segundo semestre una desaceleración de todos los componentes de la demanda interna con un cierto retroceso en la contribución positiva de la demanda exterior neta. Como se observa en el gráfico III.1, aunque la pérdida de ritmo de la actividad en la segunda mitad del año afectó a casi todos los países miembros, en algunos de ellos se debió a la menor

aportación de la demanda interna, como en Italia y en España, mientras que, en otros, como Alemania y Francia, la desaceleración de la demanda exterior neta resultó más relevante.

La modesta pérdida de vigor de la demanda interna en el año 2000 fue consecuencia de un crecimiento algo menor que en 1999, tanto del consumo privado como de la formación bruta de capital fijo. La evolución del consumo vino favorecida por el notable aumento del empleo, las reducciones impositivas llevadas a cabo en algunos países, el elevado nivel de confianza de las familias y la saneada situación patrimonial de los hogares, en un contexto donde las condiciones financieras se mantuvieron relativamente holgadas. No obstante, el deterioro de la renta real de las familias, derivada del aumento del precio de los productos importados, y el tono cada vez menos relajado de la política monetaria propiciaron una cierta moderación en las decisiones de gasto, que se hizo más perceptible a medida que avanzaba el año. La inversión en capital fijo, por su parte, se vio alentada por la expansión de la demanda final y por el incremento de la rentabilidad del capital. La ligera desaceleración de este componente se debió a la pérdida de ritmo de la inversión en construcción, ya que la inversión en equipo mantuvo un comportamiento más sostenido, mostrando una tasa de avance próxima al 8 %, en línea con el carácter procíclico de esta variable. La evolución dispar entre ambas partidas ha sido habitual en los últimos años y está fuertemente condicionada por lo acontecido en la economía alemana, donde la inversión en construcción ha experimentado desde 1995 tasas de crecimiento negativas o nulas, debido, principalmente, al exceso de viviendas construidas.

La firmeza que mantuvieron las exportaciones de bienes y servicios a lo largo de 2000 se explica,

Principales indicadores macroeconómicos del área del euro
(Tasas de variación interanual, salvo indicación contraria)

	DEMANDA Y PRODUCTO									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2000			
							I TR	II TR	III TR	IV TR
Producto interior bruto	2,2	1,4	2,3	2,8	2,5	3,4	3,5	3,7	3,2	3,0
Demanda interna	2,0	1,0	1,7	3,4	3,1	2,8	2,6	3,2	2,8	2,5
Consumo privado	1,8	1,6	1,6	3,1	2,8	2,6	2,6	3,1	2,4	2,1
Consumo público	0,7	1,7	0,8	1,0	1,6	1,6	1,7	1,8	1,4	1,6
Formación bruta de capital fijo	2,3	1,2	2,4	4,8	5,3	4,6	5,7	4,9	4,0	3,9
Exportaciones	7,9	4,3	10,4	7,0	4,7	11,7	12,8	11,4	11,2	11,6
Demanda final	3,3	1,8	3,8	4,3	3,5	5,1	5,2	5,4	5,0	4,9
Importaciones	7,5	3,1	9,0	9,5	6,7	10,4	10,5	10,1	10,2	10,7
Contribuciones al crecimiento del PIB (a):										
Demanda interna	2,0	1,0	1,7	3,3	3,0	2,7	2,6	3,1	2,7	2,5
Variación de existencias	0,3	-0,5	0,1	0,4	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,2	0,1
Demanda externa	0,2	0,4	0,6	-0,5	-0,5	0,6	0,9	0,6	0,5	0,5
PRECIOS Y COSTES										
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2000			
							I TR	II TR	III TR	IV TR
Precios de consumo (media anual)	2,5	2,3	1,7	1,2	1,1	2,4	2,1	2,1	2,5	2,7
Precios de consumo (DIC/DIC)	2,5	2,1	1,5	0,9	1,7	2,6	...	...	...	...
Costes laborales unitarios	1,5	2,0	0,7	-0,1	1,2	1,1	0,6	0,6	1,4	1,6
Remuneración por asalariado	3,3	3,0	2,1	1,2	2,0	2,3	2,5	2,1	2,4	2,1
Productividad del trabajo	1,7	1,0	1,5	1,3	0,9	1,3	2,0	1,5	1,0	0,5
CUENTAS DE LAS AA PP (b)										
	1995	1996	1997	1998	1999	2000 (c)				
Gastos totales	51,5	51,5	50,2	49,3	48,9	48,1				
Gastos corrientes	46,5	47,0	46,0	44,9	44,4	43,7				
Gastos por intereses	5,6	5,7	5,1	4,7	4,3	4,1				
Inversión pública	2,7	2,6	2,4	2,5	2,5	2,5				
Ingresos totales	46,5	47,2	47,6	47,1	47,7	47,3				
Déficit (-)/superávit (+) primario	0,5	1,4	2,5	2,6	3,1	3,3				
Déficit (-)/superávit (+)	-5,0	-4,3	-2,6	-2,1	-1,2	-0,7				
MERCADO DE TRABAJO										
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2000			
							I TR	II TR	III TR	IV TR
Empleo total	0,5	0,3	0,6	1,5	1,7	2,0	1,8	2,0	2,0	2,1
Paro (d)	11,3	11,5	11,5	10,9	10,0	9,1	9,5	9,2	9,0	8,8
BALANZA DE PAGOS (b)										
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2000			
							I TR	II TR	III TR	IV TR
Cuenta corriente	...	...	1,1	0,5	-0,1	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5
Cuenta de capital	...	...	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1

Fuentes: BCE y Comisión Europea.

(a) Puntos porcentuales de la tasa de variación del PIB.

(b) Porcentaje del PIB.

(c) Excluidos los ingresos por la venta de licencias de telefonía móvil de tercera generación (UMTS).

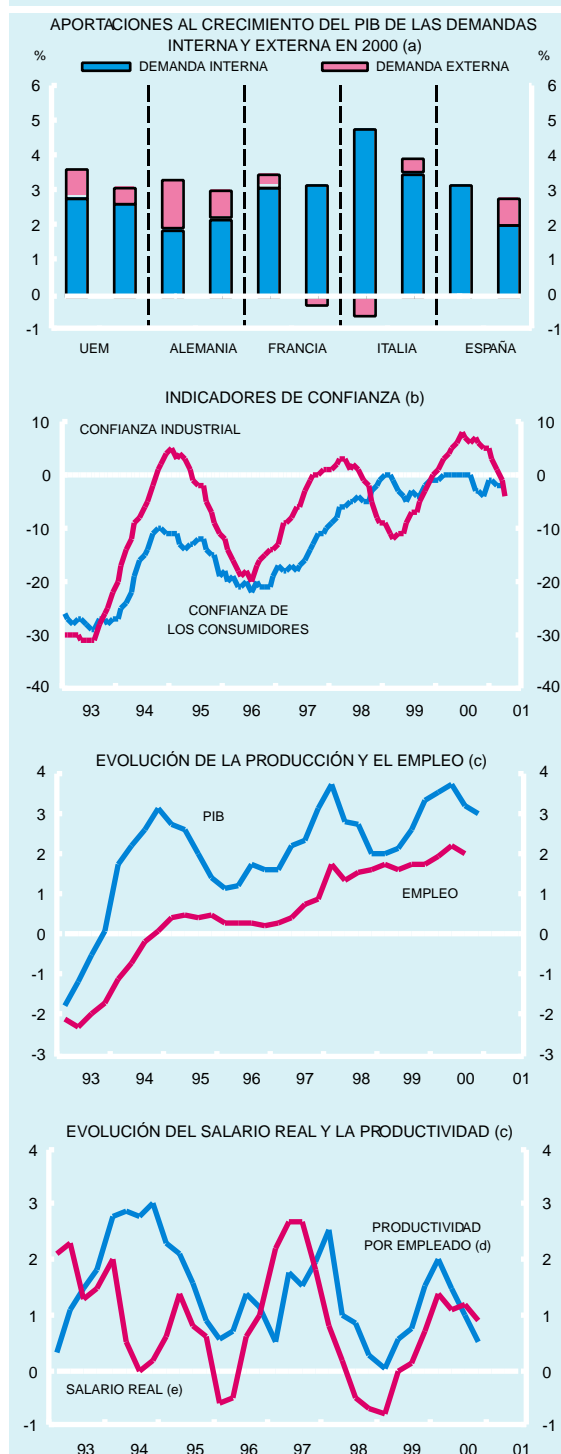
(d) Porcentaje de la población activa.

sobre todo, por el extraordinario vigor de los mercados exteriores, así como por las ganancias de competitividad derivadas de la depreciación del euro frente a las monedas de las principales economías. No obstante, a pesar de que el tipo de cambio efectivo real del euro se depreció casi un 10 % en el año 2000 y algo más de un 5 % en 1999, las ganancias de cuota en los mercados internacionales el año pasado fueron modestas, compensando solo parcialmente la pérdida de pulso de las ventas al exterior de los dos ejercicios anteriores. Este hecho puede estar relacionado con factores de diversa índole: la saturación en la capacidad productiva del sector industrial en algún país de la zona, posibles pérdidas de competitividad por vías distintas de la variación de precios relativos y dificultades para la recuperación de los mercados perdidos tras la devaluación de las monedas de países competidores, a raíz de la crisis asiática. Por su parte, las compras al exterior se aceleraron notablemente en relación con el año anterior, en línea con el empuje de la demanda final, pese a la fortaleza de los precios de importación. El crecimiento de estos, muy por encima del de los precios de exportación, acarreó un deterioro significativo de la relación real de intercambio, que contribuyó a que el ritmo de variación nominal de las importaciones de bienes y servicios fuera superior al de las exportaciones. Esto provocó una reducción del superávit de la balanza de bienes y servicios, que resultó insuficiente para compensar el déficit de rentas y transferencias corrientes, por lo que el déficit de la balanza por cuenta corriente alcanzó el 0,4 % del PIB, mientras que el saldo acumulado de las balanzas por cuenta corriente y de capital pasó, de presentar un ligero superávit en 1999, a mostrar un déficit del 0,3 % del PIB en 2000.

En línea con el dinamismo de la actividad, el ritmo de creación de puestos de trabajo continuó siendo en 2000 muy vigoroso, con un incremento medio anual del 2 %, tres décimas más que en 1999. La favorable evolución del empleo no impidió que el crecimiento de la productividad aparente del trabajo se recuperase ligeramente con respecto al año precedente, hasta alcanzar el 1,4 %, que, no obstante, es algo inferior al valor medio de la década de los noventa. Este patrón de crecimiento, más intenso en empleo que el habitual en Europa, puede deberse a la moderación de los costes salariales reales observada en los últimos años y a la introducción, en algunos países, de reformas estructurales en los mercados de trabajo, lo que ha estimulado una menor sustitución de trabajo por capital (véase el re-

GRÁFICO III.1

UEM: composición del crecimiento, indicadores de confianza y evolución del empleo, el salario real y la productividad



Fuentes: Banco de España, BCE, Comisión Europea y estadísticas nacionales.

- (a) Datos semestrales.
- (b) Saldo de respuestas.
- (c) Tasas de variación interanual.
- (d) Diferencia entre la variación del PIB y del empleo.
- (e) Diferencia entre la variación de la remuneración por asalariado y el deflactor del PIB.

cuadro III.1). La expansión del empleo permitió una notable reducción del número de parados, a pesar del elevado aumento de la población activa, de forma que la tasa de paro se situó, en media del año, en el 9,1 %, casi un punto por debajo de la registrada en 1999. Por países, la dispersión de la tasa de paro volvió a reducirse en el año 2000, aunque existe cierta evidencia de que, en algunos sectores y para colectivos de trabajadores sobrecualificados, la oferta de trabajo fue insuficiente para satisfacer la creciente demanda.

En el futuro próximo, es previsible que el deterioro del contexto internacional, cuyo alcance resulta todavía incierto, tanto respecto a la profundidad y duración de la desaceleración de la economía norteamericana como a su extensión a otras áreas geográficas, reduzca la contribución de la demanda externa al producto. No obstante, parece probable que la demanda interna conserve un tono relativamente dinámico, tal y como reflejan los indicadores disponibles referidos a los primeros meses de 2001, apoyada en la reducción de la presión fiscal y en el mantenimiento de unas condiciones monetarias holgadas, siempre que la desaceleración del entorno internacional no se agrave e induzca correcciones adicionales de los precios de los activos y nuevos descensos de la confianza de los agentes económicos.

III.1.2. Precios y costes

Según se desprende de la mayor parte de los indicadores de precios, en el año 2000 tuvo lugar un empeoramiento relativo de la situación inflacionista en la UEM, debido, fundamentalmente, a la subida del precio del petróleo y a la depreciación del tipo de cambio del euro. Todos los componentes del deflactor de la demanda final —excepto el del consumo público— presentaron un perfil de aceleración, que fue mucho más pronunciado en el caso de los precios de los bienes importados que en el de los costes interiores. Entre estos últimos, los costes laborales unitarios y los impuestos indirectos netos experimentaron un avance moderado, por lo que el crecimiento del excedente bruto de explotación por unidad de producto fue algo superior al del deflactor del PIB, con lo que los márgenes por unidad de producto se ampliaron.

En el año 2000, la evolución salarial contribuyó al mantenimiento de un entorno de estabilidad macroeconómica, de forma que el incremento de la

remuneración real por asalariado fue ligeramente inferior a la variación de la productividad aparente del trabajo (véase la parte inferior del gráfico III.1). Asimismo, si se compara la evolución de los salarios con el incremento de los precios de consumo, se observa que, en muchos países, los asalariados experimentaron pérdidas de poder adquisitivo. Dada la ausencia casi generalizada de mecanismos de indexación en los países de la UEM, es probable que estas pérdidas no sean compensadas en el año en curso, lo que contribuiría a reducir la persistencia de los efectos del *shock* del petróleo sobre las tasas de inflación. Sin embargo, no puede descartarse que la disminución de la renta real percibida conduzca a los trabajadores a elevar sus demandas salariales en las futuras negociaciones colectivas, lo que repercutiría en el deterioro de las perspectivas inflacionistas.

Desde principios del año pasado, la tasa de variación del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se situó por encima del límite superior de la definición de estabilidad de precios del BCE, hasta alcanzar en diciembre de 2000 el 2,6 %, casi un punto más que la tasa registrada en el mismo mes de 1999. Como se observa en el gráfico III.2, la aceleración del IAPC se debió, casi en su totalidad, a la evolución del componente energético, que explica más de dos terceras partes de los 1,4 puntos de aumento del índice general, en términos de media anual, entre ambos años. El resto de los componentes experimentó subidas modestas, aunque, a finales de año, estas se intensificaron, reflejando el incremento de los precios de importación. Así, el índice que excluye los bienes energéticos y los alimentos no elaborados aumentó una décima en el primer semestre de 2000, y tres más en el segundo semestre. La moderación de los costes salariales en los últimos años y los procesos de desregulación de algunos mercados, particularmente los de telecomunicaciones, contribuyeron a la favorable trayectoria de esta medida del núcleo inflacionista. Asimismo, existe cierta evidencia de que la transmisión del encarecimiento del petróleo y de la depreciación del tipo de cambio a los componentes más estables, y, en particular, a los precios de los bienes industriales no energéticos, ha sido más débil que en episodios previos. Aunque no es sencillo establecer las causas de este fenómeno, es posible que el mayor grado de competencia en los mercados exteriores e interiores haya propiciado que tanto los suministradores de bienes producidos en el exterior como los productores nacionales hayan aceptado un menor incre-

El producto por empleado en la UEM: evolución reciente y divergencias nacionales

En los últimos años se ha observado una desaceleración del ritmo de crecimiento del *producto por empleado* de la UEM, así como una notable divergencia en su comportamiento entre los países integrantes del área. Bajo algunos supuestos, la evolución del producto por empleado depende positivamente de las variaciones de la dotación de factores —capital físico y humano— y de los cambios en su productividad total. La relación *capital-trabajo* evoluciona de acuerdo con la inversión en capital físico y con la variación del empleo. Por su parte, la productividad total de los factores recoge las ganancias de productividad no atribuibles a una mayor utilización de los factores productivos, aproximando, de este modo, el cambio técnico.

Entre 1998 y 2000, el *producto por empleado* de la UEM creció a una tasa media anual del 1,2 %, cinco décimas menos que en los años anteriores de la década. Esa desaceleración se debió a la elevada creación de empleo, proporcionalmente mayor que el aumento de la producción entre ambos periodos: mientras que el crecimiento medio del PIB entre 1998 y 2000 fue 1,4 puntos porcentuales superior al registrado entre 1991 y 1997, la diferencia en el aumento medio del empleo entre ambos subperiodos fue 1,9 puntos porcentuales. Además, se observa una notable ralentización del proceso de aumento de la relación *capital-trabajo*, a pesar del crecimiento relativamente elevado de la inversión en capital fijo. Este reajuste de las proporciones de utilización de los factores productivos resulta coherente con la evolución de sus costes relativos en ese periodo y con las políticas de modernización y flexibilización de los mercados de trabajo, acometidas en algunos países.

En los años más recientes, la evolución de la productividad total de los factores contribuyó a la variación del *producto por empleado* en mayor medida que en los años anteriores, aunque su crecimiento resultó modesto, en todo caso muy inferior al experimentado por la economía norteamericana. De hecho, la incorporación de mejoras tecnológicas al *stock* productivo de las economías de la zona parece estar avanzando a un ritmo insatisfactorio, manteniéndose estancado el gasto en investigación y desarrollo en torno al 1,9 % del PIB desde mediados de los noventa. Por otro lado, el moderado avance de la productividad total de los factores apunta, también, a una composición menos productiva de los nuevos empleos, que, entre otros factores, refleja el fuerte aumento de la contratación en el sector servicios.

Los datos agregados para la UEM son, por su parte, el resultado de comportamientos muy dispares a nivel nacional. En el gráfico adjunto se observa que, en algunos países, la tasa de variación del producto por ocupado se ha moderado en el periodo más reciente, mientras que en otros se ha acelerado. Estas divergencias se reflejan también en la distribución de las variaciones de la tasa de crecimiento de la productividad total de los factores. Por otro lado, el ritmo medio de sustitución de trabajo por capital ha sido, en todos los casos, menor en los últimos años de la década en comparación con los anteriores, aunque con una intensidad diferente según los países.

Del análisis anterior se deduce que el deterioro en la tasa de variación del producto por empleado en la UEM, en los años más recientes, se ha derivado, en gran parte, de una mayor intensidad en la utilización del factor trabajo, que no ha sido compensado por la incorporación de capital físico y humano más productivo. La fuerte demanda de empleo en el sector terciario y, posiblemente, un insuficiente esfuerzo en investigación y desarrollo han podido incidir en un escaso avance en la productividad total de los factores en los años recientes en relación con el inicio de la década pasada. Estos hechos ponen de manifiesto los efectos favorables sobre la demanda de empleo de la moderación salarial y de una mayor flexibilidad del mercado de trabajo, y llaman la atención sobre la necesidad de profundizar en la aplicación de políticas selectivas, orientadas a ampliar la calidad del *stock* de capital físico, y en la formación de la fuerza de trabajo.

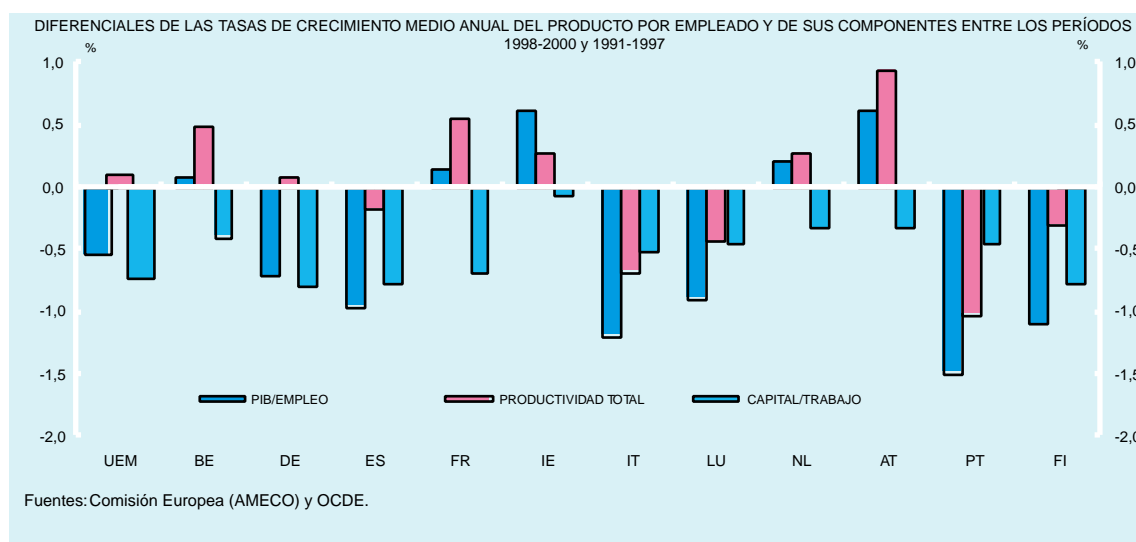
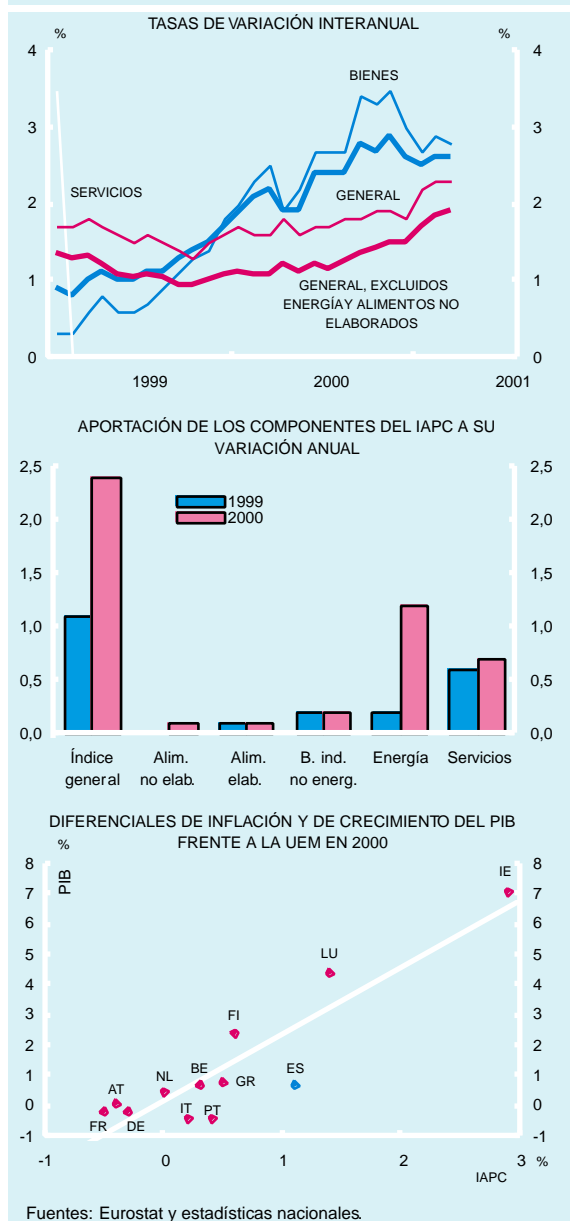


GRÁFICO III.2

UEM Índices armonizados de precios de consumo



mento de sus márgenes con el fin de mantener sus cuotas de mercado.

En el primer cuatrimestre de 2001, la inflación se ha mantenido por encima del 2,5 %, como consecuencia tanto de la elevación de algunos impuestos indirectos y precios administrados como, sobre todo, de las repercusiones de la crisis en el sector cárnico. Este último factor puede seguir afectando al índice general en los próximos meses, aunque, si se confirman las expectativas de mantenimiento de los precios del petróleo en torno a los niveles actuales y el

tipo de cambio del euro se comporta más en línea con sus fundamentos, resulta previsible que el crecimiento interanual del IAPC se vaya aproximando gradualmente al 2 % a medida que avance el año. No obstante, su trayectoria a medio plazo está, como se ha señalado, fuertemente condicionada por los resultados de las negociaciones salariales actualmente en curso.

III.1.3. Las divergencias macroeconómicas en el área

En el año 2000, las economías del área reflejaron divergencias relativamente significativas en sus tasas de crecimiento económico y de inflación, aunque estas fueron algo menores que en el año anterior (véanse cuadro III.2 y la parte inferior del gráfico III.2). En los tres países más grandes del área, el crecimiento del PIB se situó en torno al 3 %, mientras que el resto registró tasas ligeramente inferiores o por encima del 4 %. En general, los países que experimentaron incrementos del PIB más elevados fueron los que mostraron también mayores tasas de inflación.

Las diferencias observadas en las tasas de crecimiento de los distintos países responden, en primer lugar, a las discrepancias en los ritmos de avance del PIB potencial. Así, en el área conviven economías maduras, con una estructura productiva relativamente consolidada, con otras, menos desarrolladas, que se encuentran inmersas en un proceso de convergencia real —asociado, según los casos, a una expansión de los recursos productivos disponibles o a una mayor intensidad en su utilización— favorecido por el entorno de estabilidad macroeconómica.

No obstante, al menos una parte significativa de las divergencias macroeconómicas observadas parece tener su origen en factores de tipo cíclico. De esta forma, las economías más dinámicas han mantenido, en general, crecimientos particularmente intensos de la demanda interna, favorecidos por unas condiciones monetarias domésticas más relajadas que las prevalentes en el resto de los países miembros. En la medida en que estos países han registrado diferenciales de inflación positivos, la política monetaria única ha implicado tipos de interés reales inferiores a los de la media del área y, en la mayor parte de los casos, a los observados, en fases cíclicas similares, con anterioridad al ingreso en la UEM. Las divergencias se han visto, no obstante, parcialmente amortiguadas por la respuesta de las distintas eco-

Países de la UEM: crecimiento anual del PIB

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Bélgica	2,6	1,2	3,4	2,4	2,7	4,0
Alemania	1,8	0,8	1,5	1,8	1,4	3,1
Grecia	...	2,4	3,5	3,1	3,4	4,1
España	2,8	2,4	3,9	4,3	4,0	4,1
Francia	1,9	1,0	1,9	3,3	3,2	3,2
Irlanda	9,7	7,7	10,7	8,6	9,8	10,5
Italia	2,9	1,1	2,0	1,8	1,6	2,9
Luxemburgo	3,8	2,9	7,3	5,0	7,5	7,8
Países Bajos	2,3	3,0	3,8	4,1	3,9	3,9
Austria	1,6	2,0	1,3	3,3	2,8	3,3
Portugal	2,9	3,7	3,8	3,8	3,0	3,3
Finlandia	3,8	4,0	6,3	5,3	4,2	5,7
UEM	2,2	1,4	2,3	2,8	2,5	3,4
Pro memoria:						
Desviación típica	...	1,8	2,6	1,8	2,3	2,2

Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.

nomías a las perturbaciones comunes. En particular, los países más retrasados en el presente ciclo —especialmente, Alemania— se han beneficiado, en mayor medida, del crecimiento de los mercados exteriores y de la depreciación del tipo de cambio. Los efectos diferenciados del encarecimiento del precio del petróleo son más difíciles de precisar, ya que las repercusiones sobre el crecimiento dependen, entre otros factores, de la intensidad de su uso y de las características institucionales de los mercados de trabajo, en la medida en que permitan un mayor o menor ajuste de los salarios reales.

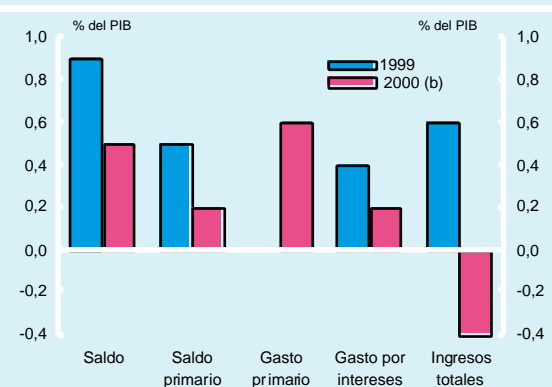
De este modo, habida cuenta de la relevancia de las divergencias cíclicas, resulta, en general, inapropiado atribuir los diferenciales de inflación observados tan solo a los procesos de convergencia real. Por el contrario, en la mayor parte de los casos, la expansión de la demanda por encima del crecimiento sostenible del PIB explica el aumento de los precios nacionales en una medida que varía en función de la posición en el ciclo y de la flexibilidad de cada economía. Nótese que, en los casos en que el dinamismo de la actividad se basa en la demanda interna, el mantenimiento de un diferencial positivo de inflación, aunque supone la apreciación del tipo de cambio real, no genera un efecto estabilizador suficiente, al tiempo que produce pérdidas de competitividad con efectos potencialmente perjudiciales sobre la capacidad de crecimiento a medio plazo.

Dada la existencia de una política monetaria común para el conjunto del área, la contención de estos efectos requiere la adopción, a nivel nacional, de reformas en el funcionamiento de los mercados que mejoren la capacidad de respuesta de la oferta, así como el establecimiento de una política fiscal que contribuya a la moderación de las presiones excesivas de demanda. Estas actuaciones resultan beneficiosas no solo para las economías afectadas, sino también para el conjunto del área, puesto que la emergencia de grandes discrepancias en la situación macroeconómica de los estados miembros podría llegar a dificultar el adecuado funcionamiento de la Unión Monetaria. En todo caso, resulta probable que las divergencias macroeconómicas señaladas tiendan a disminuir en el futuro, a medida que se profundice en la integración económica de los distintos países y se avance en los procesos de reforma estructural actualmente en curso.

III.2. LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS DEL ÁREA DEL EURO

La creación de la Unión Económica y Monetaria ha supuesto la aplicación de una política monetaria común a todos los países que han adoptado el euro como su moneda. En paralelo, el proceso de integración económica en Europa ha propiciado una mayor coordinación del resto de las vertientes de la política económica, que permanecen bajo la soberanía

GRÁFICO III.3

UEM: composición del ajuste presupuestario en 1999 y 2000 respecto a los ejercicios precedentes (a)

Fuente: Comisión Europea.

(a) Un signo + indica una contribución positiva al ajuste, y viceversa.

(b) No se consideran los ingresos por venta de licencias de telefonía móvil de tercera generación (UMTS) obtenidos en ese año.

nía de cada país. Esta coordinación se ha plasmado en la adopción pública de objetivos de política fiscal y de reformas estructurales por parte de cada Estado Miembro y en la supervisión de su cumplimiento mediante ejercicios de seguimiento conjunto de los avances realizados. El principal instrumento de coordinación son las denominadas «Orientaciones Generales de Política Económica», que se establecen anualmente y que se complementan con las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en el ámbito fiscal, y con los Informes de Progreso, sobre las reformas de los mercados de bienes y de factores productivos.

III.2.1. La política fiscal

En el pasado ejercicio, las mejoras cosechadas en el proceso de consolidación presupuestaria fueron modestos, a pesar de que el conjunto del área alcanzó un superávit del 0,4 % del PIB. Esta cifra se encuentra distorsionada por la contabilización de los recursos extraordinarios obtenidos por la venta de licencias de telefonía móvil de tercera generación (UMTS), que, en algunos países, fueron muy cuantiosos, ascendiendo para el conjunto del área al 1,1 % del PIB. Así, una vez descontados estos ingresos, el saldo fue deficitario, situándose en el -0,7 % del PIB, tan solo medio punto porcentual menos que en el ejercicio precedente. Además, dos de esas cinco décimas de mejora son atribuibles a la disminución de los pagos por intereses, en tanto que, según las estimaciones de la Comisión Europea, el sal-

do primario ajustado por el ciclo empeoró en una décima, de donde se deduce que los efectos favorables del ciclo económico sobre el saldo presupuestario se cifran en 0,4 puntos porcentuales del PIB. La decisión de destinar la totalidad de los ingresos extraordinarios mencionados a reducir la deuda pública permitió, sin embargo, un descenso del cociente entre esta variable y el PIB más pronunciado que en años precedentes, hasta situarse por debajo del 70 %.

La valoración de la política fiscal del año 2000 en términos de avances en la calidad y eficiencia del gasto público es algo más favorable, al haberse recortado la carga impositiva y reducido el peso del gasto corriente. En efecto, los ingresos totales disminuyeron 0,4 puntos porcentuales del PIB, frente al aumento de seis décimas de 1999, mientras que el gasto primario redujo su peso en el producto en 0,6 puntos porcentuales en el 2000, en tanto que en 1999 se había mantenido inalterado en el nivel del año anterior (véase gráfico III.3). Por su parte, aunque la inversión pública permaneció estancada en el 2,5 % del PIB, su participación en el gasto total aumentó. En general, las reformas fiscales introducidas hasta la fecha se han centrado, sobre todo, en la disminución de las cotizaciones sociales y de la imposición sobre las rentas del trabajo (principalmente, en el extremo inferior de la escala salarial), mientras que la revisión de los programas de gasto, en particular de las prestaciones sociales, ha recibido menor atención. De este modo, sería deseable que, en el futuro, las reformas impositivas formen parte de una estrategia amplia que considere, además, modificaciones en los sistemas de protección y en las características institucionales y regulatorias de los mercados de trabajo. Además, a pesar de sus efectos positivos a medio y largo plazo, las reducciones de la presión fiscal, en la medida en que pueden ocasionar un deterioro de las posiciones presupuestarias, deben llevarse a cabo con una gran cautela, particularmente en los países que soportan presiones inflacionistas significativas o cuyas cuentas públicas continúan presentando saldos deficitarios o elevadas *ratios* de deuda.

Un aspecto que está siendo objeto de una atención creciente por parte de las autoridades europeas es el de las implicaciones para las políticas públicas del envejecimiento de la población. A pesar de que, según las proyecciones actualmente disponibles, las consecuencias presupuestarias de este proceso, en términos de aumento del gasto en pensio-

nes y en sanidad, tardarán en manifestarse, el reto a medio y largo plazo es de tal magnitud que exige ser abordado a la mayor prontitud. En particular, en el ámbito de las pensiones, las soluciones contempladas comprenden, en general, la adopción de medidas que favorezcan el aumento de la tasa de actividad y del empleo, la reforma de los actuales sistemas de reparto, el desarrollo de los sistemas complementarios de capitalización y el fortalecimiento de los saldos presupuestarios, al objeto de afrontar el problema desde una posición patrimonial inicial de las Administraciones Públicas lo más sólida posible. Las reformas de los sistemas de reparto emprendidas en algunos países han tendido a orientarse, en mayor medida, a limitar la cuantía de las prestaciones que a la elevación de las cotizaciones, con el fin de evitar el retraimiento de la oferta de trabajo. Además, algunos países —como España, Francia, Bélgica o Irlanda— han creado, o están a punto de hacerlo, fondos de reserva, con el fin de contribuir a hacer frente al aumento futuro del gasto. Sin embargo, la introducción de las reformas se está retrasando de manera notoria. Aunque ello suele deberse a las dificultades para conseguir que las reformas puedan estar respaldadas, como resulta deseable, por un amplio consenso entre los agentes sociales, estos retrasos pueden llevar a elevar, de modo sensible, los costes de la reforma.

III.2.2. Las políticas estructurales

Junto a la política fiscal, las reformas estructurales desempeñan un papel fundamental en la configuración de un entorno económico más flexible y competitivo, dado que en los mercados de productos y factores de la Unión Europea permanecen deficiencias notorias que limitan el potencial de crecimiento de la economía. Estas reformas recibieron un impulso político inicial muy significativo en el Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000, en el que se trazó una estrategia global a medio plazo —que posteriormente se fue debilitando— consistente en cuatro puntos básicos: la preparación para la transición a una economía del conocimiento; la consecución de niveles más altos de competitividad e innovación; la renovación del modelo social europeo, sobre la base de la inversión en capital humano y la cohesión social; y el mantenimiento de una combinación de políticas macroeconómicas consistente con un crecimiento sostenible.

De acuerdo con diversos indicadores, el funcionamiento global de los mercados europeos de pro-

ductos mejoró en el 2000, aunque no con carácter generalizado. Así, pueden destacarse el avance de los niveles de transposición de directivas comunitarias de desarrollo del mercado interior en algunos países, el fortalecimiento de las autoridades nacionales responsables de la competencia y el progreso en la liberalización de las telecomunicaciones. No parece, sin embargo, que se hayan explotado al máximo las posibilidades de reforma y modernización de los sistemas y mecanismos de contratación pública ni de la estructura de las ayudas de Estado. Tampoco han disminuido a un ritmo satisfactorio las cargas administrativas sobre las empresas, en especial las que aumentan el coste de inicio de la actividad. Por otra parte, sigue dilatándose la creación de un mercado integrado europeo de servicios para las empresas, la apertura a la competencia del sector del transporte y la liberalización de los servicios postales. Por último, tal y como se ha podido constatar en el reciente Consejo de Estocolmo, los progresos realizados en la liberalización del sector energético han sido insuficientes.

En el ámbito del mercado de trabajo, en el año 2000 se ha seguido progresando en la puesta en práctica de políticas activas de empleo. Así, algunos países han adoptado medidas orientadas a aumentar la tasa de ocupación femenina —todavía muy reducida— y otros han perfeccionado los sistemas impositivos en aquellos aspectos que penalizaban la creación de empleo y el aumento de la oferta de trabajo. Sin embargo, como ya se ha expuesto anteriormente, estas medidas no han ido acompañadas de un proceso eficaz de reforma de los sistemas de protección.

En el terreno del sector financiero, continuó avanzándose en los procesos de integración de los mercados, en el marco de las disposiciones recogidas en los Planes de Acción de la Comisión Europea sobre Servicios Financieros y sobre Capital Riesgo. Para facilitar el primer Plan de Acción mencionado, en julio de 2000 se creó el denominado *Comité de Sabios*, bajo la presidencia de Alexandre Lamfalussy. Su objetivo primordial consistía en analizar el funcionamiento de los mercados de valores en la UE y examinar los mecanismos necesarios para que su integración se produzca de manera rápida y ordenada. Las sugerencias de este Comité —publicadas en febrero del año en curso y respaldadas por el Consejo Europeo de Estocolmo celebrado en marzo— recogen tanto el establecimiento de una lista de prioridades como la adopción de plazos exigentes para su cumplimiento. Como propuesta más relevante del informe destaca la adopción de un nuevo sistema

para la aprobación de legislación europea en el ámbito de los mercados de valores, más ágil que el actual —que descansa en el Parlamento Europeo, el Consejo Europeo y la Comisión Europea—, que implica la creación de dos nuevos Comités —de Valores y de Reguladores—, que comenzarán a funcionar, previsiblemente, antes de finales de 2001.

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

III.3.1. Las decisiones de política monetaria

A lo largo del año 2000, la política monetaria del Eurosistema fue adquiriendo gradualmente un tono más restrictivo, como respuesta a la agudización de las tensiones inflacionistas, provocada, principalmente, por las fuertes alzas de los precios de la energía y por la depreciación del tipo de cambio, en un contexto de elevado dinamismo de la demanda interna. La evolución del agregado monetario M3, que se caracterizó por mantener, de modo persistente, un crecimiento superior a la referencia establecida por el BCE —4,5 % anual—, junto a la fuerte expansión del crédito, reflejaban, a su vez, unas condiciones monetarias relativamente acomodantes. En el período más reciente, la caída de los precios del petróleo y, sobre todo, la desaceleración económica en Estados Unidos y su impacto incipiente sobre la actividad en el área del euro han contribuido a mitigar los riesgos sobre la evolución de los precios, lo que ha propiciado que el BCE haya reducido sus tipos de interés en 0,25 puntos básicos en mayo del presente año.

Haciendo un repaso cronológico de las medidas adoptadas, debe reseñarse que el ciclo de alzas de tipos de interés oficiales comenzó en noviembre de 1999, tras confirmarse la superación de los efectos de la crisis de los mercados emergentes. A comienzos del año 2000, las perspectivas económicas eran muy favorables, mientras que la prolongada depreciación del euro encarecía significativamente los bienes importados, y agravaba el impacto del incremento de los precios del petróleo, que, tras haber aumentado intensamente durante 1999, se aceleraron adicionalmente. Como consecuencia de estos factores, en los meses iniciales de 2000 el IAPC sobrepasó, por primera vez desde el inicio de la UEM, la referencia del 2 %, contenida, como límite máxi-

mo, en la definición de estabilidad de precios adoptada por el BCE. Aunque todos estos elementos no se habían traducido, todavía, en un incremento significativo de la inflación subyacente, que se encontraba en torno al 1 %, se percibía el riesgo de que, a través de los costes de producción, el alza de los bienes importados pudiera trasladarse a los precios interiores y de que los agentes tomaran como referencia la mayor tasa de inflación observada en sus demandas salariales. Estas circunstancias, en un contexto donde, además, los agregados monetarios y crediticios se expandían a tasas muy elevadas, aconsejaron endurecer gradualmente el tono de la política monetaria. De esta forma, en los Consejos de Gobierno del BCE celebrados los días 3 de febrero, 16 de marzo y 27 de abril, se acordaron incrementos sucesivos de 25 puntos básicos de los tipos de interés oficiales, con lo que, a finales de abril de 2000, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se situó en el 3,75 %.

En los meses siguientes, la actividad económica en la zona del euro continuó mostrando un claro dinamismo, de forma que el crecimiento del PIB en el segundo trimestre del año alcanzó una tasa interanual del 3,7 % —la más elevada del presente ciclo expansivo—, al tiempo que no se detectaban signos de debilidad en los factores que alimentaban los riesgos inflacionistas señalados. Esto llevó a que, de nuevo, el Consejo de Gobierno del BCE elevara, sucesivamente, los tipos de interés oficiales el 8 de junio y el 31 de agosto, por un importe de 50 y de 25 puntos básicos, respectivamente.

Pese a los incrementos de los tipos de interés, el tipo de cambio del euro frente al dólar siguió deslizándose a la baja (véase gráfico III.4), alimentando las tensiones inflacionistas y separándose progresivamente de los niveles justificables por la situación y las perspectivas económicas de la UEM. En consecuencia, el BCE juzgó necesario emitir una señal que transmitiera a los participantes en los mercados un mensaje claro sobre su insatisfacción por el nivel alcanzado por el tipo de cambio del euro, que reforzara la percepción del riesgo en el que incurrían los agentes que apostaban por la incapacidad de la moneda europea para retornar a paridades más compatibles con los fundamentos económicos. Para ello, en la segunda quincena de septiembre se realizaron intervenciones de compra de euros concertadas con otros bancos centrales, entre los que se incluían la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Japón, que favorecieron una recuperación transito-

El cambio en la instrumentación de las operaciones principales de financiación del Eurosistema

En junio de 2000, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que las llamadas «operaciones principales de financiación» (OPF) (1) dejaran de realizarse mediante el sistema de subastas a tipo fijo y pasaran a hacerlo mediante un sistema de subastas a tipo variable con el preanuncio de un tipo de interés mínimo para los tipos pujados por las entidades. Esta decisión fue la respuesta del Consejo al fenómeno de las pujas excesivas —*overbidding*—, en virtud del cual la liquidez demandada por las entidades en las OPF llegó a multiplicar por más de 100 sus verdaderas necesidades.

Capacidad de señalización de las subastas a tipo variable

Período	Tipo de subasta	Señal	Variabilidad EONIA (a)	Desviación EONIA-señal (b)
13/10/99 03/11/99	Tipo fijo	Tipo fijo	0,118	0,032 %
12/01/00 02/02/00	Tipo fijo	Tipo fijo	0,041	0,030 %
23/02/00 15/03/00	Tipo fijo	Tipo fijo	0,027	0,048 %
05/04/00 26/04/00	Tipo fijo	Tipo fijo	0,039	0,051 %
17/05/00 07/06/00	Tipo fijo	Tipo fijo	0,044	0,075 %
<i>Promedio de los períodos de subastas a tipo fijo</i>			<i>0,054</i>	<i>0,047 %</i>
09/08/00 30/08/00	Tipo variable (c)	Tipo mínimo	0,041	0,046 %
13/09/00 04/10/00	Tipo variable (c)	Tipo mínimo	0,026	0,028 %
<i>Promedio de los períodos de subastas a tipo variable</i>			<i>0,034</i>	<i>0,037 %</i>

(a) Cociente entre la desviación típica y la media del tipo EONIA. Para evitar distorsiones, se han eliminado de la muestra a los días correspondientes a los cierres de los períodos de mantenimiento del coeficiente de caja.

(b) Cociente entre el diferencial entre el EONIA y la señal, por un lado, y la propia señal, por otro. Para evitar distorsiones, se han eliminado de la muestra los días correspondientes a los cierres de los períodos de mantenimiento del coeficiente de caja.

(c) Con anuncio de un tipo mínimo.

El gráfico muestra la evolución de las pujas agregadas de las entidades y de las cantidades finalmente inyectadas en las OPF del Eurosistema entre el inicio de la Unión Monetaria y el final del año 2000. Hasta el cambio de subasta, la tendencia creciente de las pujas contrasta con la estabilidad de la liquidez efectivamente proporcionada por el Eurosistema. A partir de entonces, sin embargo, se ha producido una modificación sustancial en el comportamiento de las entidades, al reducir estas drásticamente las cantidades solicitadas (2). La *ratio* de prorrateo (el cociente entre la cantidad inyectada y la cantidad solicitada) ha aumentado, en media, desde el 8 % hasta el 58 %.

Ahora bien, con cierta frecuencia se menciona que una posible debilidad del sistema de subastas a tipo variable radica en su menor capacidad relativa para señalar adecuadamente el tono deseado de la política monetaria. Para analizar el funcionamiento del nuevo sistema a este respecto y, en particular, para compararlo con el sistema de subastas a tipo fijo, puede resultar útil concentrarse en los períodos donde han predominado expectativas de subidas de tipos de interés por ser estos donde, en principio, la señalización de las intenciones del banco central reviste mayor dificultad. Estos períodos de «tensión» se definen como las tres semanas previas a cada decisión de subir tipos (3).

La capacidad de señalización efectivamente demostrada por uno y otro tipo de subasta se puede valorar, en primer lugar, sobre la base de la estabilidad del tipo de interés del mercado a un día, EONIA, origen de la estructura temporal de los tipos de interés en el área del euro. Adicionalmente, otro indicador relevante es el diferencial que, en períodos de tensión, se produce entre el tipo de interés a través del cual el Eurosistema marca el tono de su política (el tipo fijo, en un caso, y el tipo mínimo de la subasta, en el otro) y un tipo de interés de muy corto plazo, como el EONIA, a través del que se transmiten, en primera instancia, las acciones del BCE. El cuadro recoge ambos indicadores y muestra que, durante la etapa de subastas a tipo variable, tanto la variabilidad del tipo de mercado como el diferencial entre la señal de política monetaria y el EONIA han sido similares, cuando no inferiores, a los observados durante la etapa de subastas a tipo fijo.

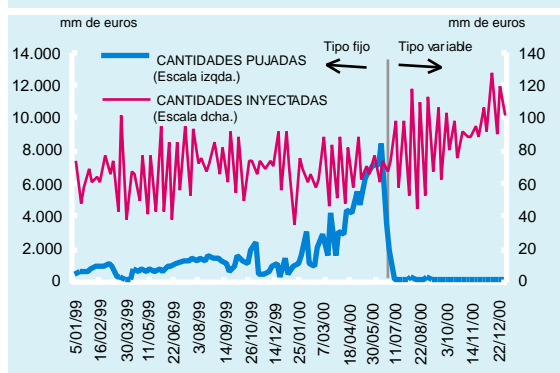
En definitiva, la evidencia que se ha mostrado en este recuadro —con las lógicas cautelas asociadas a la escasa longitud del período de análisis— permite valorar positivamente la decisión de sustituir las subastas a tipo fijo por subastas a tipo variable, complementadas con el anuncio de un tipo mínimo de puja para la realización de las OPF del Eurosistema. Así, no solo el fenómeno del *overbidding*, principal causante de la decisión, ha remitido notablemente, sino que, además, la corrección de este problema no parece haber debilitado la capacidad del Eurosistema para señalar adecuadamente el tono deseado de su política monetaria.

(1) Operaciones de mercado abierto de inyección de liquidez, a través de las cuales el Eurosistema satisface el grueso de las necesidades de las entidades de crédito del área.

(2) Para un análisis más detallado del problema del *overbidding* y su relación con el tipo de subastas, véase Ayuso y Repullo (2000), *A model of the Open Market Operations of the ECB*, Banco de España, Documento de Trabajo n.º 0016.

(3) De manera análoga, pueden definirse períodos de calma (las tres semanas posteriores a cada subida de tipos). El análisis de dichos períodos ofrece las mismas conclusiones que se derivan del análisis de los períodos de tensión. Para mayor detalle, véase Ayuso (2000), «El funcionamiento de las subastas a tipo variable en las operaciones principales de financiación del Eurosistema», *Boletín económico*, Banco de España, diciembre.

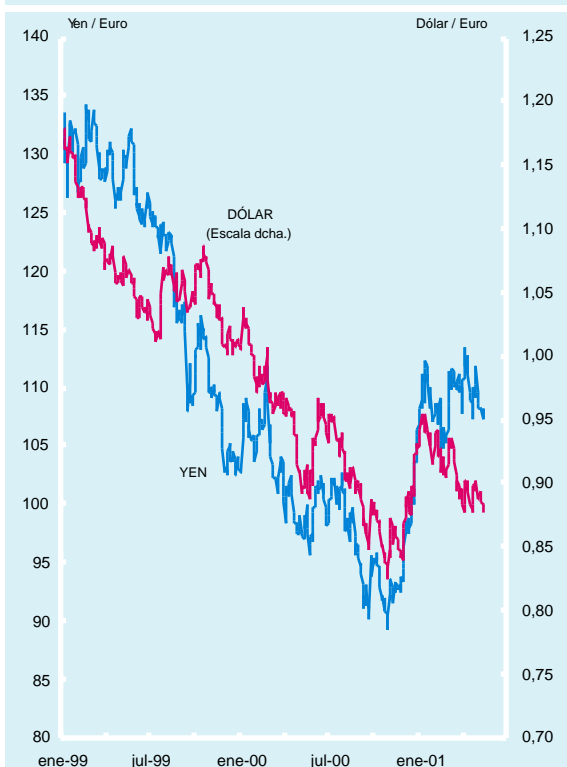
Demanda de liquidez y liquidez inyectada



Fuente: BCE.

GRÁFICO III.4

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



Fuente: Banco de España.

ria del tipo de cambio del euro frente al dólar. Esta medida vino acompañada, el 5 de octubre, de un incremento de los tipos de interés de 25 puntos básicos, que situó el tipo de las operaciones principales de financiación en el 4,75 %. En noviembre, estas intervenciones en defensa del euro se repitieron, esta vez de forma unilateral por parte del Banco Central Europeo, coincidiendo, además, con las primeras noticias sobre un empeoramiento significativo de las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos y con la interrupción de la senda alcista del precio del petróleo. Todo ello propició que el euro se apreciara moderadamente frente al dólar en la última parte del año 2000, aunque en los meses transcurridos de 2001 esa tendencia revirtió parcialmente.

En los últimos meses, el deterioro del panorama económico mundial, como consecuencia del cambio abrupto producido en las perspectivas económicas estadounidenses, junto con la disminución del precio del crudo, han mitigado los riesgos inflacionistas, al tiempo que la actividad económica evidencia síntomas de desaceleración. Estos factores, junto a los efectos de la restricción monetaria aplicada desde

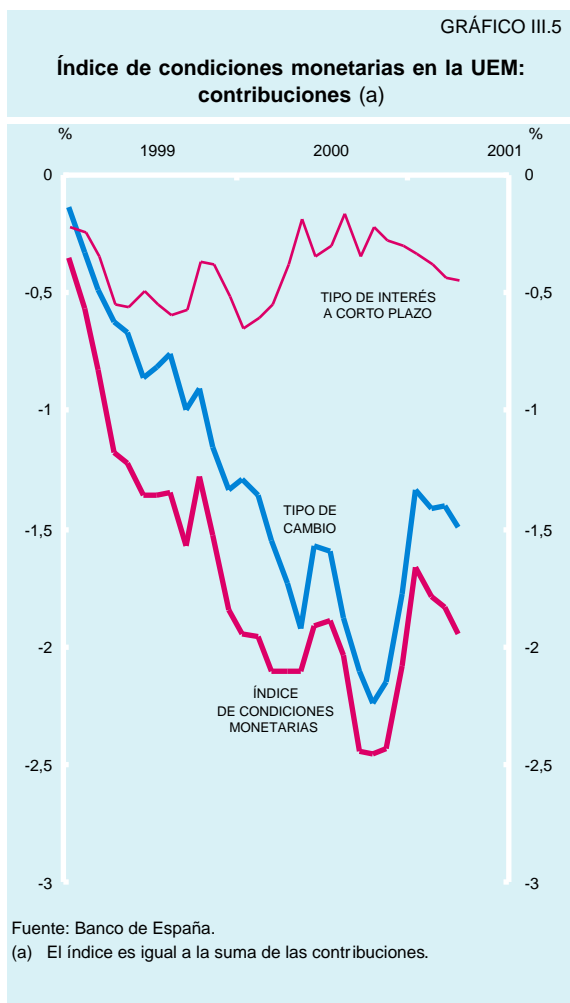
noviembre de 1999 —que ha supuesto, en términos acumulados, una elevación de los tipos de interés oficiales de 225 puntos básicos—, han limitado la holgura de las condiciones monetarias prevalecientes. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió el 10 de mayo de 2001 reducir sus tipos de interés en 25 puntos básicos.

En cuanto a la instrumentación de la política monetaria, quizá el cambio más relevante ocurrido durante el año 2000 ha sido la modificación del método de asignación de liquidez en las operaciones principales de financiación, que ha pasado a realizarse mediante subastas a tipo variable (véase recuadro III.2). Por su parte, los cambios en los tipos de interés de las operaciones principales de financiación se vieron siempre acompañados de variaciones de igual magnitud en los tipos de interés de las facilidades de crédito y depósito, con lo que el pasillo que configuran estos tipos mantuvo una amplitud de dos puntos porcentuales.

III.3.2. Las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro

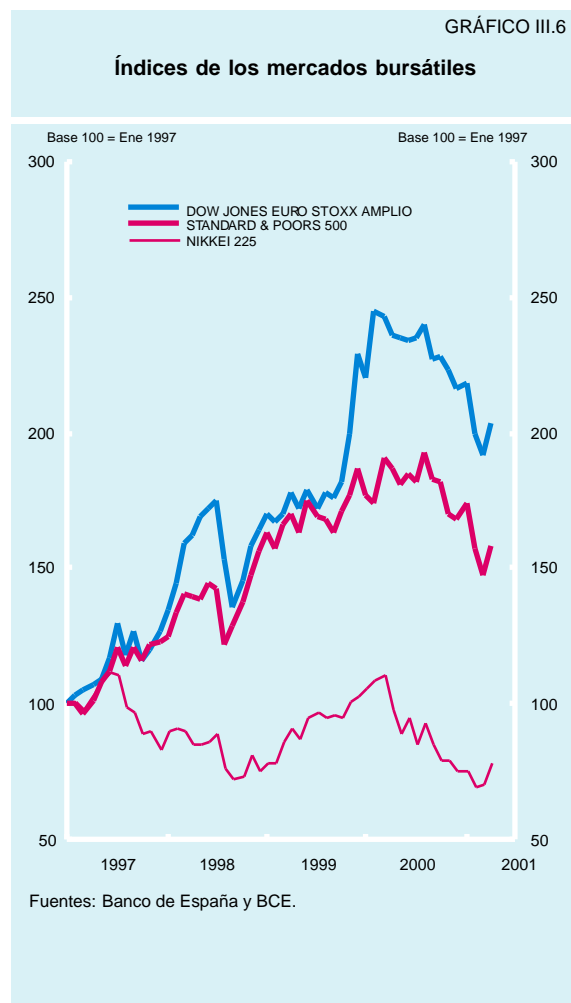
Como se ha comentado, el BCE endureció sensiblemente el tono de la política monetaria a lo largo del pasado año. No obstante, el aumento de la inflación y la depreciación acumulada por el tipo de cambio contrarrestaron, de modo significativo, los efectos restrictivos de las acciones del banco central, tal y como reflejan los índices de condiciones monetarias (véase gráfico III.5). En sentido contrario operaron la evolución de las cotizaciones bursátiles, que experimentaron caídas en 2000 (de un 6 %, en el caso del índice Dow Jones Euro Stoxx amplio), tras un prolongado período de expansión (véase gráfico III.6). En conjunto, el cambio de tono de la política monetaria ha permitido que las condiciones monetarias y financieras hayan ido adecuándose a la situación de la zona del euro, aunque estas han continuado siendo propicias para el mantenimiento del dinamismo de la actividad.

La evolución de los mercados monetarios y de deuda a corto plazo estuvo muy condicionada por las disposiciones de política monetaria adoptadas. De hecho, las decisiones del BCE fueron, en gran medida, descontadas por los mercados, tal y como refleja la comparación de los tipos *forward* observa-



dos a comienzos de 2000 con la evolución, a lo largo del año, de los tipos de contado a corto plazo (véase gráfico III.7).

Por su parte, en los mercados de deuda a largo plazo, la evolución de los tipos de interés reflejó la elevada credibilidad del objetivo de estabilidad de precios del BCE, ya que, como se observa en la curva cupón cero de la parte inferior del gráfico III.7, los incrementos de los tipos de interés oficiales han tendido a ir acompañados de disminuciones de los tramos largos de la curva. Los rendimientos de los bonos a 10 años en el conjunto del área se redujeron en torno a medio punto porcentual a lo largo de 2000 y 15 puntos básicos adicionales en el primer trimestre del presente año. De esta forma, la pendiente de la curva de rendimientos, entendida como la diferencia entre la rentabilidad de la deuda a 10 años y el EURIBOR a 3 meses, pasó, en el año 2000, desde 250 puntos básicos en enero a casi cero en diciembre. Los diferenciales de tipos de interés a largo plazo entre los países europeos han mostrado algunas variaciones, tendiendo a responder más que

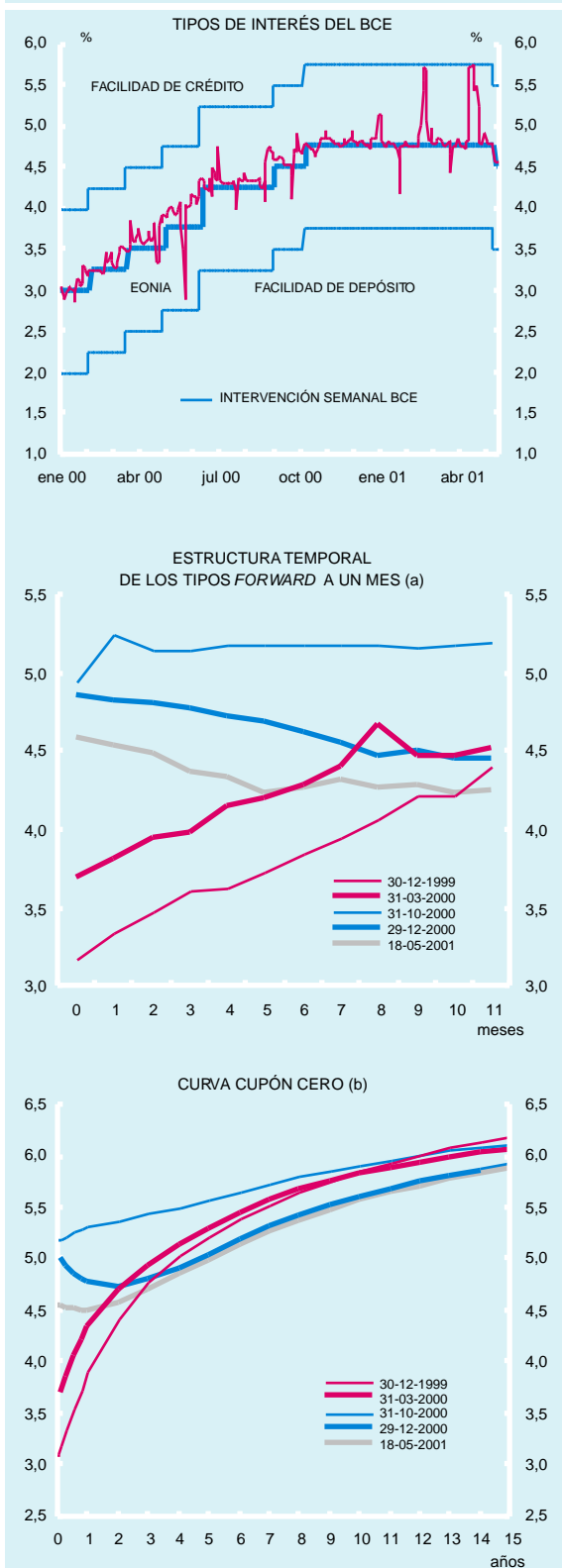


en el pasado a la calidad crediticia que se otorga al emisor y a la liquidez del mercado de deuda donde se negocian los valores (véase recuadro III.3).

En la transmisión a los tipos de interés fijados por las entidades de crédito en las operaciones de crédito y depósito con su clientela, el efecto del incremento de los tipos de interés en el mercado interbancario dominó sobre el que se derivaba de la estabilidad de las rentabilidades de los bonos de largo plazo, como se observa con claridad en el gráfico III.8. En general, la transmisión a los tipos de crédito fue rápida: así, por ejemplo, entre mediados de 1999 —cuando los tipos activos alcanzaron un mínimo— y diciembre del 2000, los costes de los préstamos para la adquisición de vivienda y para la financiación de empresas a más de un año aumentaron alrededor de 170 puntos básicos, magnitud que representa en torno al 75 % del incremento acumulado por los tipos oficiales en ese período. Los movimientos de los tipos bancarios tendieron, por tanto, a incentivar el ahorro y penalizar el endeudamiento, si bien, como se comentó anteriormente, el nivel al-

GRÁFICO III.7

Tipos de interés de la zona del euro



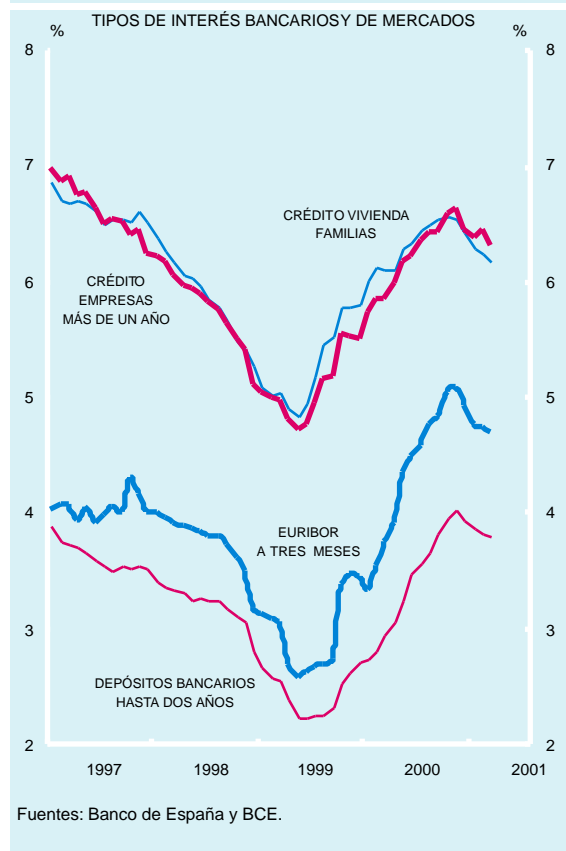
Fuentes: Banco de España y BCE.

(a) Estimación con los datos de los tipos Euribor.

(b) Estimación con datos del mercado de swaps.

GRÁFICO III.8

Tipos de interés de la zona del euro



canzado por los tipos bancarios resulta todavía hoy reducido en comparación con el de los vigentes en muchos países, con anterioridad al comienzo de la UEM.

La evolución de los mercados financieros y la trayectoria del crecimiento económico de la zona del euro han afectado, lógicamente, a la demanda de activos líquidos de los agentes durante el año 2000. El principal agregado monetario, M3, mantuvo una tasa de variación anual superior a su valor de referencia (véase gráfico III.9). Esta evolución obedeció, en gran medida, a la expansión de la actividad económica en la UEM por encima del crecimiento potencial y al mantenimiento de la inflación en niveles superiores al 2 %. Los agregados más estrechos, que venían mostrando unas tasas de crecimiento elevadas, como consecuencia de los menores costes de oportunidad de los activos más líquidos, se desaceleraron a lo largo de 2000, a medida que se incrementaron los tipos de interés. De esta forma, se ha ido detectando una preferencia por activos que ofrecen una menor liquidez, pero mayor remuneración. Así, dentro de la composición de M3, los

¿Han cambiado los determinantes de los diferenciales de rentabilidad entre las deudas soberanas de los países del área del euro desde el inicio de la UEM?

Desde el comienzo de la UEM, las deudas soberanas de los países miembros han pasado a estar denominadas en una divisa común, lo que ha eliminado uno de los principales elementos que distinguían a las distintas deudas. Con la desaparición de este elemento, las principales características que particularizan las emisiones y que deben, en principio, determinar los diferenciales de rentabilidad son la distinta calidad crediticia de los emisores y las diferencias en el grado de liquidez.

En el pasado, los diferenciales de rentabilidad entre las deudas soberanas a largo plazo de los países que, en enero de 1999, integraron el área del euro habían sido, en algunos casos, muy amplios y volátiles. Durante los meses anteriores al inicio de la tercera etapa de la UEM se estrecharon considerablemente, ante la expectativa de la incorporación de los distintos países a la UEM. Así, en enero de 1999 los diferenciales de los rendimientos de las deudas soberanas a 10 años frente a la alemana se situaban entre los 7 puntos básicos (pb) y los 22 pb, con una media de 18 pb. Desde entonces, dichos diferenciales han tendido a ampliarse y, a finales de 2000, habían aumentado una media de 11 pb. No puede descartarse que el aumento generalizado de los diferenciales sea, al menos en parte, un reflejo de cambios específicos ocurridos en el mercado alemán, como, por ejemplo, la mejora de su liquidez como consecuencia de ser este el mercado subyacente de los contratos de derivados sobre deuda que concentran la mayor actividad en el área del euro. No obstante, la significativa ampliación en la dispersión de los diferenciales (entre 14 pb y 41 pb) —un rango casi dos veces superior al registrado en enero de 1999— sugiere que otros factores han debido también desempeñar un papel importante en la evolución observada. En este contexto, a continuación se discute hasta qué punto dicha evolución es un reflejo de cambios en las valoraciones relativas de la calidad crediticia de los emisores y del grado de liquidez de las referencias.

En los gráficos se representan los diferenciales de rentabilidad frente a la deuda alemana a 10 años de los bonos al mismo plazo de los otros 10 países miembros de la UEM en función de la *ratio* deuda/PIB, en enero de 1999 y en diciembre de 2000, respectivamente. Dado que la calidad crediticia de los distintos emisores debe reducirse conforme aumenta la *ratio* deuda/PIB, cabría esperar una relación positiva entre las dos variables estudiadas. Según se aprecia en dichos gráficos, la correlación era positiva, pero muy pequeña, en enero de 1999. En cambio, a finales de 2000 había aumentado considerablemente, lo que en un principio sugiere que, en dicho momento, los diferenciales se encontraban más alineados con las diferencias en la calidad crediticia de los distintos emisores.

El mensaje que se deriva de la comparación de ambos gráficos puede estar afectado por la omisión de otras variables relevantes que influyen sobre los diferenciales de deuda. De hecho, el aumento en la dispersión de los diferenciales en torno a la línea de ajuste sugiere que otros factores distintos no recogidos en la *ratio* deuda/PIB han debido también contribuir a explicar las variaciones observadas. Entre dichos factores figuran, de modo destacado, las diferencias relativas en el grado de liquidez de los mercados —junto a otros, como, por ejemplo, la reputación de los emisores—.

Sin embargo, los resultados de un ejercicio sencillo en el que se considera también el papel de la liquidez —aproximada, en este caso, por el saldo vivo de las referencias *benchmark* de cada país— no alteran las conclusiones que se derivan de los gráficos. Asimismo, se encuentra evidencia de una relación negativa entre los diferenciales y el saldo vivo de la referencia *benchmark*, que resulta más intensa en el segundo periodo, lo que sugiere que las diferencias de liquidez tienen también, en la actualidad, un reflejo mayor en las valoraciones relativas de las deudas soberanas.

En conclusión, la evidencia presentada en este recuadro sugiere que, al comienzo de la UEM, la valoración que el mercado realizaba de las deudas soberanas de los países miembros no recogía apenas las desigualdades en la calidad crediticia de los emisores y en el grado de liquidez de las referencias. Sin embargo, durante el tiempo transcurrido desde entonces la evolución de los diferenciales de rentabilidad parece indicar que los mercados discriminan hoy, en mayor medida, las distintas emisiones en función de estos dos factores.

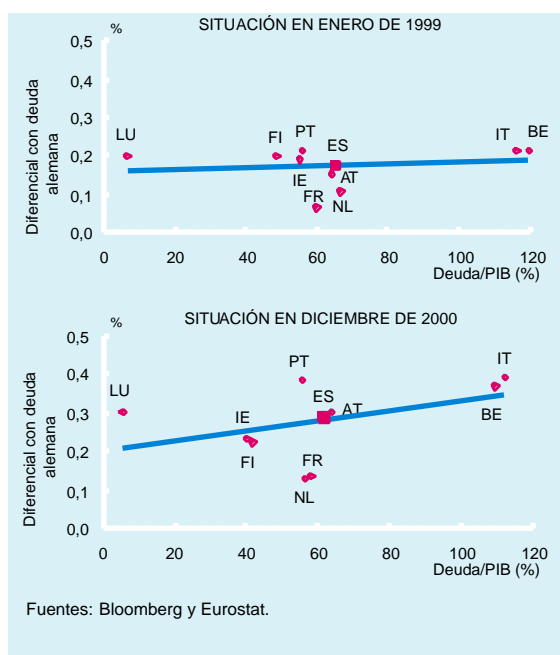
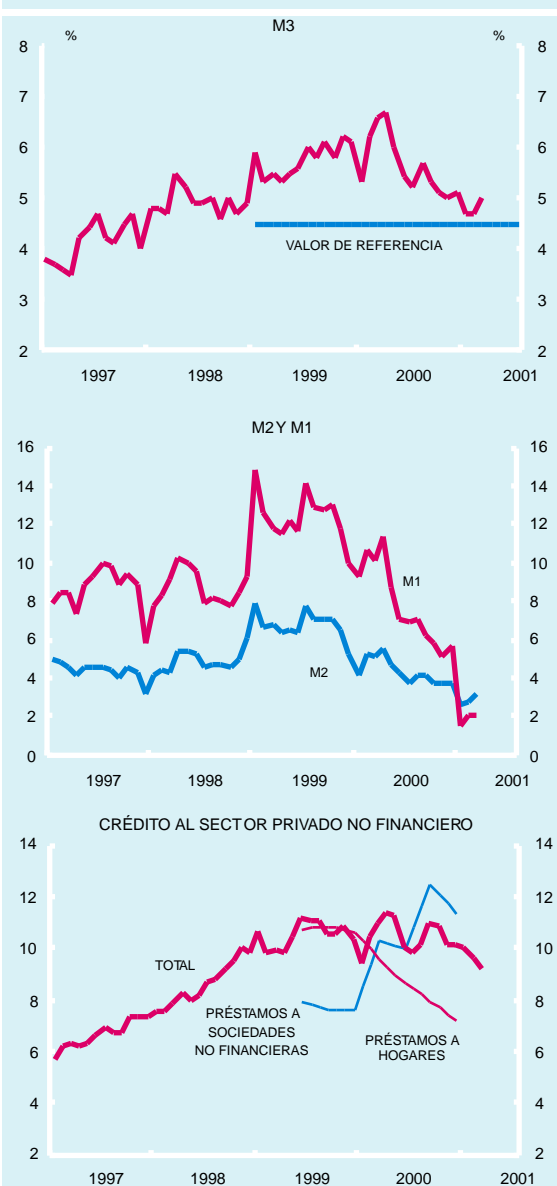


GRÁFICO III.9

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



Fuentes: Banco de España y BCE.

componentes que más crecieron fueron los depósitos a plazo y los activos negociables, que aumentaron entre el 10 % y el 15 %. Por el contrario, los depósitos a la vista han pasado de expandirse por

encima del 10 % a comienzos del año 2000 a registrar tasas muy bajas en la actualidad (en torno al 2,5 %). En los últimos meses, el ritmo de variación de M3 se ha moderado notablemente, aproximándose a la referencia establecida, lo que refleja, entre otros factores, el aumento acumulado de los tipos de interés y la ligera desaceleración del crecimiento económico.

A pesar del encarecimiento del crédito, la financiación concedida por las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) al sector privado mostró, a lo largo del año 2000, unas tasas de expansión relativamente elevadas y estables, en el entorno del 10 %. No obstante, la composición del agregado varió notablemente, conjugándose una desaceleración del crédito otorgado a las familias con una aceleración del suministrado a las empresas. La escasa sensibilidad del endeudamiento empresarial al encarecimiento del crédito se ha debido, en parte, a la ejecución de operaciones financieras singulares —como las subastas de licencias UMTS en Europa o los procesos de fusiones y adquisiciones en los países industrializados—, así como al aprovechamiento de las oportunidades de inversión directa en el exterior, que han exigido elevados recursos financieros. Como en el caso de M3, en los últimos meses se ha detectado una moderada inflexión en la expansión del crédito, aunque, según los datos correspondientes a los balances de marzo, este continuó creciendo a tasas próximas al 9 %.

La diferencia entre el fuerte ritmo de expansión del crédito y el, más moderado, de la captación de pasivos bancarios fue cubierto por las entidades de crédito, sobre todo mediante la financiación en el exterior. De esta forma, el pasado año, las IFM de la zona del euro se endeudaron con el resto del mundo, en términos netos, por un importe de 100 mm de euros. Desde el punto de vista de la cuenta financiera de la balanza de pagos, estos recursos fueron necesarios para financiar las salidas netas de capital por inversiones directas y de cartera en el exterior, en un entorno deficitario de la balanza por cuenta corriente y de capital.

CAPÍTULO IV

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

IV.1. LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

IV.1.1. Condiciones monetarias y financieras en España

Durante el año 2000, las condiciones monetarias y financieras de la economía española volvieron a mostrar un grado de holgura mayor que en el resto de la zona euro. En España, el tono más restrictivo de la política monetaria del Eurosistema a lo largo del año, y el consecuente incremento en los tipos de interés nominales a corto plazo, se vio compensado no solo por la evolución del tipo de cambio del euro y de los tipos de interés a largo plazo, sino también por un aumento de los precios superior al del resto del área, en un contexto de mayor crecimiento de la economía española. Reflejo de esta mayor holgura relativa, los agregados monetarios crecieron en España a tasas superiores a las de la UEM y, sobre todo, las condiciones de financiación tuvieron, un año más, un carácter marcadamente expansivo.

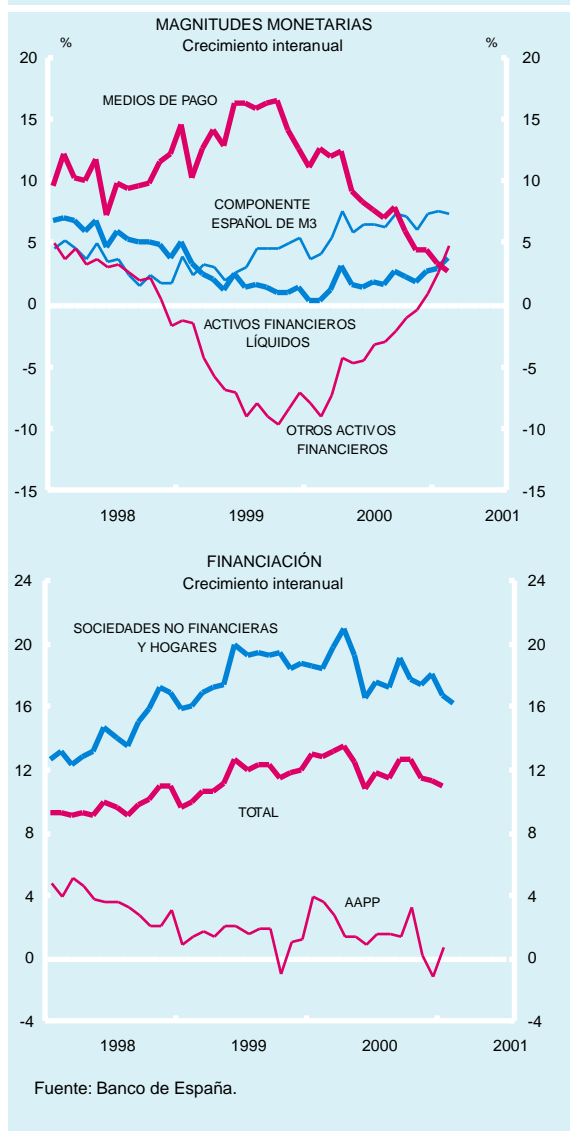
El componente español del agregado monetario M3, el agregado de referencia para la zona euro, creció un 7,4 % a lo largo del año 2000, casi dos puntos porcentuales por encima de la tasa interanual correspondiente a diciembre de 1999 (5,6 %). Los Activos Financieros Líquidos (AFL), un agregado monetario más amplio, que incluye los depósitos y valores bancarios a más de dos años y las participaciones en los fondos de inversión de renta fija nacionales, crecieron a tasas más moderadas, aunque también mostraron un perfil alcista: su incremento interanual en diciembre de 2000 alcanzó el 2,7 %, por encima del 0,5 % correspondiente a diciembre de 1999 (véase gráfico IV.1). El crecimiento moderado de los AFL ha venido determinado, en gran

medida, por el intenso proceso de venta de las participaciones en los fondos de inversión, que no ha sido compensado por el aumento de los depósitos a plazo y que ha estado inducido, a su vez, por ciertos cambios en la fiscalidad relativa de estos activos y por el descenso y la mayor volatilidad de los precios de los activos negociados en los mercados de valores. Hay que señalar, también, que el agregado más líquido —los medios de pago— redujo su tasa de crecimiento desde el 12,7 %, en diciembre de 1999, hasta el 2 % en marzo de 2001. Esta desaceleración —que se trasladó a todos sus componentes: efectivo, depósitos a la vista y depósitos de ahorro— fue debida, fundamentalmente, al incremento en el coste de oportunidad de mantener estos activos a que dio lugar el aumento experimentado por los tipos de interés a corto plazo, como consecuencia del cambio de orientación de la política monetaria única.

La financiación a los sectores residentes no financieros mostró, un año más, tasas de crecimiento significativamente superiores a las registradas en el resto de la zona euro, sin que se observaran síntomas claros de desaceleración hasta los primeros meses de 2001. En diciembre de 2000, la tasa interanual de crecimiento de la financiación al sector no financiero era del 12 %, prácticamente idéntica a la existente a finales del año anterior. La contribución del crédito a las Administraciones Públicas a esta expansión fue de escasa importancia (véase gráfico IV.1). Sin embargo, la financiación concedida a las sociedades no financieras y los hogares mantuvo ritmos de crecimiento muy elevados. En particular, los préstamos de las entidades de crédito residentes a este sector registraban tasas de crecimiento cercanas al 19 % a finales del año 2000. Aunque la caída de los tipos de interés reales a largo plazo, el contexto de mayor estabilidad macroeconómica que se

GRÁFICO IV.1

Magnitudes monetarias y financieras de la economía española



deriva de la pertenencia a la UEM y la fase cíclica avanzada de la economía española podrían justificar un nivel de endeudamiento de los hogares y las sociedades españolas más elevado, no parece que estos elementos puedan explicar, por sí solos, la velocidad y la intensidad del proceso de expansión del crédito en los últimos años.

Durante los primeros meses del año 2001 han aparecido signos de una incipiente reconducción de las condiciones monetarias y financieras en España hacia niveles más acordes con los requerimientos de la situación coyuntural de la economía. Sin embargo, es todavía demasiado pronto para tratar de extraer conclusiones firmes sobre este extremo.

IV.1.2. Las políticas macroeconómicas internas

En el año 2000, la política fiscal se orientó al logro de un nuevo descenso de las necesidades de financiación de las AAPP, que, tal y como se estipulaba en los Presupuestos Generales del Estado para ese año, debían situarse en el 0,8 % del PIB, seis décimas por debajo del déficit estimado para 1999. Como en años anteriores, este objetivo se enmarcó en una estrategia de consolidación presupuestaria de medio plazo, que se plasmó en la Actualización del Programa de Estabilidad para el período 1999-2003, aprobado en el mes de enero, en el que se proponía alcanzar unas finanzas públicas equilibradas y situar la *ratio* de deuda pública, en relación con el PIB, por debajo del 60 % en el año 2002.

Los Presupuestos Generales del Estado preveían un esfuerzo compartido en la consolidación fiscal de todos los subsectores de las AAPP. Se esperaba, por tanto, que el Estado redujera su déficit en tres décimas, para situarse en el 0,8 % del PIB; que las Administraciones Territoriales experimentaran un recorte de su saldo deudor hasta el 0,1 % del PIB y que la Seguridad Social arrojara un superávit del 0,1 % del PIB, tras alcanzar una posición próxima al equilibrio en 1999. El descenso previsto en las necesidades de financiación de las AAPP se basaba en un crecimiento moderado del gasto público —inferior al crecimiento nominal de la economía— y en el renovado dinamismo de los ingresos. Se esperaba que ambos factores se vieran favorecidos por el mantenimiento de unas condiciones cíclicas expansivas, cuyo efecto positivo sobre las finanzas públicas vendría reforzado, por el lado del gasto, por los descensos programados de los pagos por intereses y por un nuevo recorte del gasto en consumo final. Como en años anteriores, el recorte del consumo se apoyaba en restricciones a la creación de empleo público y en un crecimiento de las retribuciones de los funcionarios acorde con el objetivo de inflación (2 %).

Bajo estas coordenadas, el objetivo de recorte del déficit de las AAPP se consideró compatible con el desarrollo de determinadas estrategias de gasto y de ingresos públicos que comportaban un aumento de las necesidades de financiación, que serían compensadas, a su vez, por el moderado crecimiento de otras partidas presupuestarias. Entre las estrategias de gasto hay que destacar el incremento presupuestado en actividades productivas e inversoras, la revi-

Las ramas productoras de bienes y servicios relacionados con las tecnologías de la información y de las comunicaciones en la economía española

En las últimas décadas, las ramas productoras de bienes y servicios relacionados con las tecnologías de la información y de las comunicaciones (TIC) han experimentado importantes avances tecnológicos, que han permitido reducciones notables de los precios de los bienes y servicios que producen, así como una mejora en su calidad. Estos avances pueden tener un considerable efecto sobre el conjunto de la economía que se canaliza por dos vías: a través del propio crecimiento de las ramas TIC y mediante su utilización como bienes intermedios. Este recuadro explora, para la economía española, la primera vía, considerando tres grupos de actividades: las manufacturas de productos informáticos y de comunicaciones (TIC manufacturas), los servicios de telecomunicaciones (TIC comunicaciones) y los servicios de actividades informáticas (TIC informática) (1). Se utilizan dos fuentes de información: el DIRCE, elaborado por el INE, que contiene información sobre número de empresas y empleo, y la Central de Balances del Banco de España (2).

El cuadro 1 presenta la información, extraída del DIRCE, para el período 1996-1999. El empleo del conjunto de las ramas TIC representa un porcentaje pequeño del total de la economía de mercado (en torno al 3 %), aunque su ritmo de aumento ha sido 2 pp superior al del total de la economía, siendo especialmente relevante el aumento del empleo en TIC informática, que ha superado el 25 % anual. Por el contrario, la rama de TIC comunicaciones ha experimentado una reducción del empleo, reflejando el proceso de reestructuración del antiguo monopolio. Por lo que se refiere al número de empresas, el conjunto de ramas TIC ha experimentado un crecimiento del 13 % anual, frente al 6,3 % observado para el conjunto de la economía de mercado.

La evolución de las ramas TIC se resume en el cuadro 2. Con relación al valor añadido, se observa que las empresas de estas ramas han tenido una evolución más dinámica que el conjunto de la economía de mercado. Su productividad, que presenta un nivel relativamente alto, también ha mostrado un comportamiento más favorable, excepto para la rama de TIC informática. Hay que señalar, sin embargo, que los incrementos en valor añadido y productividad pueden estar sesgados a la baja, ya que los deflatores utilizados no tienen en cuenta suficientemente los cambios de calidad, especialmente relevantes en estas ramas. El cuadro 2 muestra, asimismo, que las empresas de las ramas TIC han mantenido un ritmo inversor importante en los últimos años y una evolución del valor de mercado especialmente favorable, si bien en el período analizado los beneficios, medidos por el resultado operativo neto (RON) (3), no han sido superiores a los de las empresas de otras ramas productivas.

En definitiva, puede concluirse que, en España, las ramas TIC han mostrado un mayor dinamismo que el del conjunto de la economía, sobre todo en las actividades de informática. Sin embargo, su peso en el total de la economía sigue siendo reducido, por lo que su contribución al crecimiento global ha sido modesta. En comparación con otros países europeos, los datos disponibles indican que la importancia relativa de las ramas TIC en la economía española es menor (4). Así, por lo que respecta al empleo y valor añadido de las TIC manufacturas, países como Francia, Irlanda, Finlandia, Reino Unido, Holanda y Suecia presentan un peso sobre el total de manufacturas más de dos veces superior al de España. Por lo que se refiere a la rama TIC informática, el peso en términos de empleo es también inferior, si bien está experimentando un mayor crecimiento que en la mayoría de estas economías. Por último, cabe mencionar que a lo largo del período 1996-1999 las importaciones de bienes TIC, que tienen un peso cercano al 9 % del total, han crecido a una tasa superior al 18 % anual. Este notable aumento, junto con el dinamismo que presenta la actividad económica de estas ramas, indica que su utilización por el conjunto de la economía puede estar experimentando un ritmo de avance considerable.

(1) Se ha utilizado la definición de la OCDE.
 (2) Para las ramas TIC, la CBE presenta una cobertura, en términos de empleo, cercana al 55 % (un 45 % para el caso de TIC manufacturas, un 94 %, para TIC comunicaciones y un 22 % para TIC informática).
 (3) Resultado del ejercicio sin tomar en consideración las operaciones atípicas, las minusvalías y plusvalías.
 (4) Según la base de datos SBS de Eurostat.

CUADRO 1

Empleo asalariado de las ramas TIC 1996-1999

	% del total en 1999	Tasa var. 1996-1999
TIC manufacturas	0,88	3,8
TIC comunicaciones	1,03	-1,5
TIC informática	1,38	25,3
Total TIC	3,28	8,7
Industria	30,50	3,4
Servicios venta	53,36	7,5
Total economía de mercado	100,00	6,5

Fuente: Directorio de empresas del INE.

CUADRO 2

Evolución económica de las ramas TIC 1995-1999 (a)

	Nivel en 1999	Tasa var. 1995-1999 (b)
VALOR AÑADIDO (mm)		
TIC manufacturas	582	7,2
TIC comunicaciones	2.022	9,2
TIC informática	901	11,1
Total economía de mercado (c)	65.594	3,5
PRODUCTIVIDAD (mill./empleado)		
TIC manufacturas	9,3	6,1
TIC comunicaciones	29,5	13,0
TIC informática	7,7	-6,7
Total economía de mercado (c)	5,6	0,6
FBCF MATERIAL (% VAB)		
TIC manufacturas	8,7	31,7
TIC comunicaciones	25,1	3,0
TIC informática	16,8	47,0
Total empresas economía de mercado (d)	23,4	8,8
RON/VA (%)		
TIC manufacturas	18,2	138,6
TIC comunicaciones	24,1	24,0
TIC informática	1,3	29,9
Total empresas economía de mercado (d)	26,8	2,5
VALOR DE MERCADO (mm) (e)		
TIC manufacturas	718	51,4
TIC comunicaciones	22.009	93,7
TIC informática	2.906	128,8
Total empresas economía de mercado	80.184	36,0

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Central de Balances del Banco de España.

- (a) Las variables monetarias están expresadas en pesetas constantes.
 (b) Media de tasas anuales. Tasas anuales calculadas con la muestra común para cada dos años consecutivos.
 (c) Datos de Contabilidad Nacional Anual.
 (d) Total de empresas analizadas por la CBE.
 (e) Según estimación de la Central de Balances.

sión al alza del gasto social —tras la elevación de las pensiones mínimas y el establecimiento de una renta para la integración de parados de larga duración— y la continuación del proceso de profesionalización del ejército. Entre las de ingresos, la congelación de impuestos especiales, la rebaja de retenciones por dividendos y por rendimientos de actividades profesionales, y la reducción en las cuotas por desempleo a la Seguridad Social de los contratos indefinidos. Por último, se completó la separación de las fuentes de financiación de la Seguridad Social y se programó la creación de un fondo de reserva para las pensiones.

La ejecución presupuestaria a lo largo del año reveló un dinamismo de los ingresos superior al esperado, que permitió revisar sucesivamente el déficit previsto de las AAPP hasta el 0,4 % del PIB, primero, y el 0,3 % del PIB, después, en los meses de verano, cifra finalmente alcanzada; a la vez, se expandieron algunas líneas de gasto, entre ellas los gastos financieros por canjes de deuda. La *ratio* de deuda en relación con el PIB se situó en el 60,6 %, casi tres puntos porcentuales menos que en el ejercicio precedente. La evolución por agentes fue, sin embargo, dispar, con resultados mejores de lo previsto en el Estado y la Seguridad Social, y peores para las Administraciones Territoriales. En esta situación, se anunció también el adelanto al 2001 del logro del equilibrio presupuestario, en línea con las recomendaciones para España de las Orientaciones Generales de Política Económica aprobadas por el Consejo Europeo en junio. El envío a las Cortes, al concluir el año, del Proyecto de Ley de Estabilidad Presupuestaria, en el que se proponía modificar determinados procedimientos presupuestarios y extender a todos los subsectores de las AAPP el compromiso del equilibrio presupuestario, reforzó considerablemente el alcance de dicho compromiso.

En el año 2000, las políticas de empleo se diseñaron, como en años anteriores, con el objetivo de promover el empleo estable y aumentar las tasas de ocupación de los colectivos con tasas de desempleo más elevadas —jóvenes, mujeres y mayores de 45 años—. Para ello, se mantuvo en vigor el contrato indefinido de fomento, establecido en 1997, se introdujo un ligero recorte en las cotizaciones por desempleo de los contratos indefinidos, y se prolongaron, aunque con algunas modificaciones en relación con el año anterior, las bonificaciones en las cotizaciones sociales aplicadas a los contratos indefinidos establecidos con colectivos específicos.

Esta estrategia se ha visto confirmada tras la adopción, en el mes de marzo de este año, del Real Decreto-Ley 5/2001, de medidas urgentes de reforma del mercado de trabajo, por el que se amplían los colectivos que pueden acceder al contrato indefinido de fomento y a las bonificaciones en las cotizaciones sociales, se penaliza marginalmente la contratación temporal a través de la introducción de costes de despido y se introducen medidas de fomento del trabajo a tiempo parcial. No obstante, ni las actuaciones emprendidas a lo largo del año pasado, ni las aprobadas más recientemente inciden sobre otros aspectos del mercado de trabajo que deberán revisarse en el futuro, en línea con lo sugerido por las Orientaciones Generales de Política Económica: mejorar la estructura de la negociación colectiva, incrementar la coordinación y eficacia de las políticas activas y pasivas de empleo, y revisar el conjunto de prestaciones económicas por desempleo.

A lo largo del año 2000 se dieron nuevos pasos en la estrategia de liberalización y de intensificación de la competencia de los mercados de productos, que se articularon, principalmente, en torno a un amplio conjunto de medidas aprobadas por el gobierno en junio (1), que afectaban a sectores de naturaleza heterogénea. El contenido liberalizador de estas medidas fue de mayor intensidad en relación con determinados sectores estratégicos (electricidad, gas, hidrocarburos y telefonía), en los que las actuaciones emprendidas se diseñaron para corregir las distorsiones que determinados aspectos de su funcionamiento continuaban mostrando, a pesar del progreso liberalizador de los últimos años. Con este fin, se modificaron determinados aspectos de la Ley de Defensa de la Competencia, regulándose, en particular, los procedimientos de notificación y autorización de fusiones, se introdujeron límites a la concentración en la producción de electricidad y en la distribución de hidrocarburos líquidos, y se estableció la separación entre las actividades de producción y suministro de las de almacenaje y transporte, en los sectores del gas y de hidrocarburos. Adicionalmente, se adoptaron procedimientos para dotar de mayor transparencia al proceso de fijación de precios, tarifas y peajes, se adelantaron los calendarios de liberalización del sector eléctrico y del gas al año 2003, y se está incrementando la competencia efectiva en segmentos significativos de la producción, especialmente en telefonía fija, con la liberalización del bucle local.

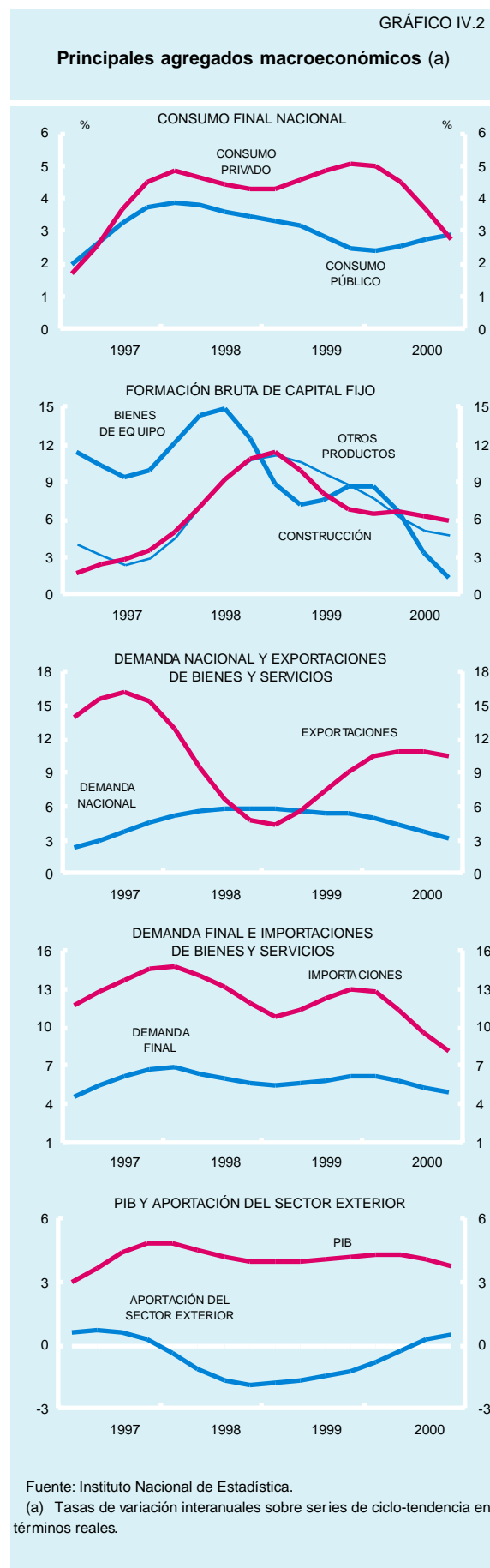
(1) Medidas fiscales y de liberalización aprobadas por el Gobierno el 23 de junio de 2000.

También se introdujeron medidas para el fomento de las nuevas tecnologías y el desarrollo de la actividad de las pequeñas y medianas empresas, que se canalizaron, principalmente, a través del establecimiento de incentivos fiscales por inversión en Internet, formación de personal en nuevas tecnologías e inversión en I+D —la importancia de estas actividades en la economía española se analiza en el recuadro IV.1—. Por último, se eliminaron algunas de las trabas que limitan el ejercicio de determinadas actividades económicas (transporte por carretera, suelo, horarios comerciales, productos farmacéuticos, libros, tarifas de notarios y de registradores de la propiedad), incidiendo únicamente, en la mayoría de los casos, sobre aspectos parciales del entramado institucional que regula estas actividades.

IV.2. LA DEMANDA

Diversos elementos confluyeron sobre las decisiones de consumidores y empresas en la economía española a lo largo del año 2000. Por un lado, el contexto internacional, descrito en los capítulos anteriores, en el que destacaron la recuperación de la economía de la zona euro, el cambio de coyuntura en la economía americana, hacia el final del ejercicio, y el encarecimiento del petróleo. Por otro lado, las condiciones monetarias y financieras y las políticas internas, comentadas en el epígrafe anterior, y la propia maduración de la fase cíclica expansiva de la economía. Todo ello determinó un patrón de comportamiento caracterizado por un crecimiento elevado de la demanda, tanto interna como externa, aunque ambas con perfiles claramente diferenciados (véanse cuadro I.1 y gráfico IV.2). La demanda nacional experimentó una notable desaceleración a lo largo del año, que se extendió a todos sus componentes, especialmente a la inversión en bienes de equipo. Las exportaciones, sin embargo, se beneficiaron de la recuperación del comercio mundial en 1999 y 2000, y mantuvieron un tono expansivo a lo largo del año, que permitió sostener el ritmo de crecimiento de la demanda final en tasas medias superiores al 5,5 % por cuarto año consecutivo.

El gasto de los hogares en consumo final continuó registrando tasas de crecimiento real elevadas en el año 2000, aunque tendió a desacelerarse, principalmente en el segundo semestre. Su incremento medio anual fue del 4 %, frente al 4,7 % de 1999. El avance del consumo vino respaldado por



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

	% PIB		Tasas de variación				
	1995	2000	1996	1997	1998	1999	2000
Hogares e ISFLSH							
Gasto en consumo final	59,8	59,6	2,2	3,1	4,5	4,7	4,0
Formación bruta de capital fijo (b)	5,7	6,6	9,0	0,1	9,4	8,6	7,5
Empresas							
Formación bruta de capital fijo (c)	12,6	15,0	3,5	8,0	8,9	10,6	6,5
<i>Construcción y otros productos</i>	6,7	7,2	-3,0	4,8	5,0	12,1	7,8
<i>Equipo y otros productos</i>	5,9	7,8	10,8	11,2	12,6	9,4	5,4
AAPP							
Gasto en consumo final	18,1	17,1	1,3	2,9	3,7	2,9	2,6
Formación bruta de capital fijo	3,7	3,2	-13,1	2,3	13,8	2,5	0,0
<i>De la cual:</i>							
<i>Construcción y otros productos</i>	2,5	1,9	-19,5	2,9	14,5	0,8	-2,0
PRO MEMORIA:							
Formación bruta de capital fijo	22,0	24,8	2,1	5,0	9,7	8,9	5,9
<i>Equipo</i>	6,1	7,8	8,1	10,3	13,4	8,1	5,0
<i>Construcción</i>	12,6	13,2	-1,9	2,7	8,1	9,0	6,4
<i>Otros productos</i>	3,3	3,8	6,1	3,2	8,1	10,1	6,0

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Datos en términos reales.

(b) Inversión interna residencial.

(c) Inversión productiva privada; incluye la inversión realizada por los empresarios autónomos.

el crecimiento que experimentó la renta real de las familias —ligeramente inferior al de 1999, debido al mayor incremento de los precios en el año 2000— y por unas condiciones financieras que siguieron siendo favorables al gasto. No obstante, a medida que avanzaba el año, el consumo se vio negativamente afectado, por la progresiva desaparición de los efectos de la revalorización de la riqueza financiera, que, acompañados de una significativa volatilidad de los mercados de valores, llegaron a hacerse negativos en la parte final del año; posiblemente, el hecho de que la detracción de la renta real derivada del encarecimiento de los precios fuera más intensa en la segunda parte del año también influyó sobre el perfil del consumo. Estos hechos, y las incertidumbres aparecidas en el panorama económico internacional, fueron determinando un empeoramiento de las opiniones de los consumidores sobre la situación económica general desde el inicio del año, si bien este empeoramiento tardó en trasladarse al indicador de confianza, que mostró una evolución relativamente sostenida hasta bien entrado el verano, manteniendo también posteriormente niveles elevados.

Atendiendo a la composición del consumo, la desaceleración durante el año 2000 fue especialmente intensa en los bienes duraderos, reflejando el agotamiento del ciclo de consumo de estos bienes, entre ellos los automóviles, y el impacto del encarecimiento de la energía sobre el coste de su utilización. Dentro del consumo de bienes no duraderos, el gasto en alimentos registró un fuerte retroceso, mientras que la demanda de servicios mantuvo un dinamismo importante, que solo cedió en el último trimestre del año, destacando los fuertes crecimientos del transporte y la hostelería.

Según las estimaciones realizadas, la renta disponible de las familias en términos nominales creció a ritmos superiores a los registrados en años anteriores. Sin embargo, el aumento de la tasa de inflación erosionó en mayor medida el poder de compra de la renta, que creció solo un 3,4 % en términos reales, frente al 3,5 % en 1999 (véase gráfico IV.3). Considerando las aportaciones al crecimiento de la renta real, la aportación de las transferencias netas de las AAPP —prestaciones menos impuestos directos— fue similar a la del año anterior, como

consecuencia de la desaparición de los efectos expansivos de la reforma fiscal llevada a cabo en 1999 y del mayor crecimiento de las prestaciones sociales. La contribución de la remuneración de asalariados —neta de cotizaciones— fue también parecida a la del año anterior, debido al menor dinamismo del empleo dependiente y a un crecimiento mayor de la remuneración por asalariado. Por su parte, la contribución de las rentas relacionadas con la retribución del ahorro —los flujos netos de intereses y los dividendos— siguió siendo negativa, aunque en menor medida que en años anteriores, debido a la recuperación de los activos financieros tradicionales —depósitos bancarios— y al aumento de su remuneración, que contrarrestaron, parcialmente, los mayores pagos de intereses derivados del encarecimiento de la financiación y de la fuerte expansión del crédito.

El ritmo de crecimiento del consumo superó al de la renta real en el año 2000, dando lugar a una reducción adicional de la tasa de ahorro, hasta un nivel estimado del 11,4 %, desde cifras del 14,5 % alcanzadas en 1995; la correspondiente subida de la *ratio* entre el consumo y la renta disponible aparece representada en la parte inferior del gráfico IV.3. La disminución de la tasa de ahorro de las familias refleja la incidencia expansiva sobre el gasto que han tenido otros determinantes del consumo distintos de la renta real. El recorte de los tipos de interés que tuvo lugar en la segunda mitad de los noventa se tradujo en una caída significativa de los tipos de interés reales, a pesar de la notable reducción de la tasa de inflación en esos años, lo que ha podido impulsar la demanda de las familias hacia niveles más acordes con una situación nominal y financiera más estable. Por otra parte, como ya se ha mencionado, en los años anteriores al 2000 los activos financieros de las familias experimentaron una importante revalorización, que contribuyó de forma significativa a la expansión del consumo en ese periodo. A estos factores se añade el aumento de la riqueza inmobiliaria, asociada no solo al crecimiento de la inversión en vivienda, sino también al incremento de los precios de estos activos, que ha podido incentivar la propensión al consumo en los dos últimos años.

Durante el año 2000, a pesar de haberse reducido nuevamente la tasa de ahorro en términos de medias anuales, gran parte de los efectos que se acaban de mencionar han perdido intensidad —o incluso han cambiado de signo, como lo ejemplifica el giro en la tendencia de la *ratio* entre el consumo y la

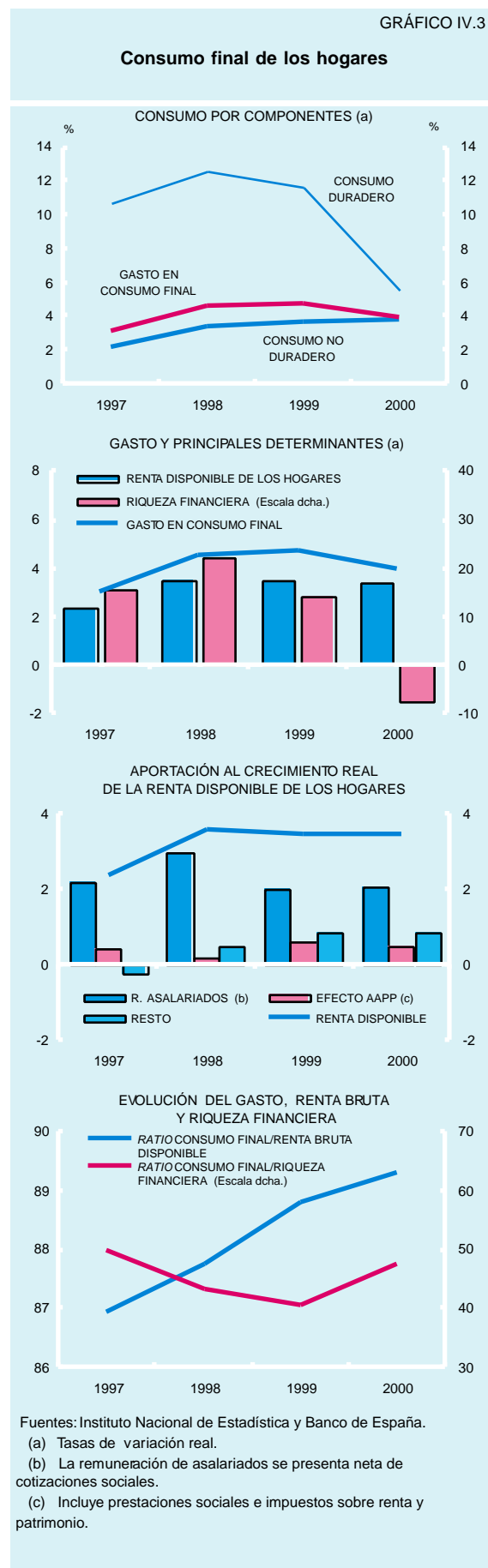
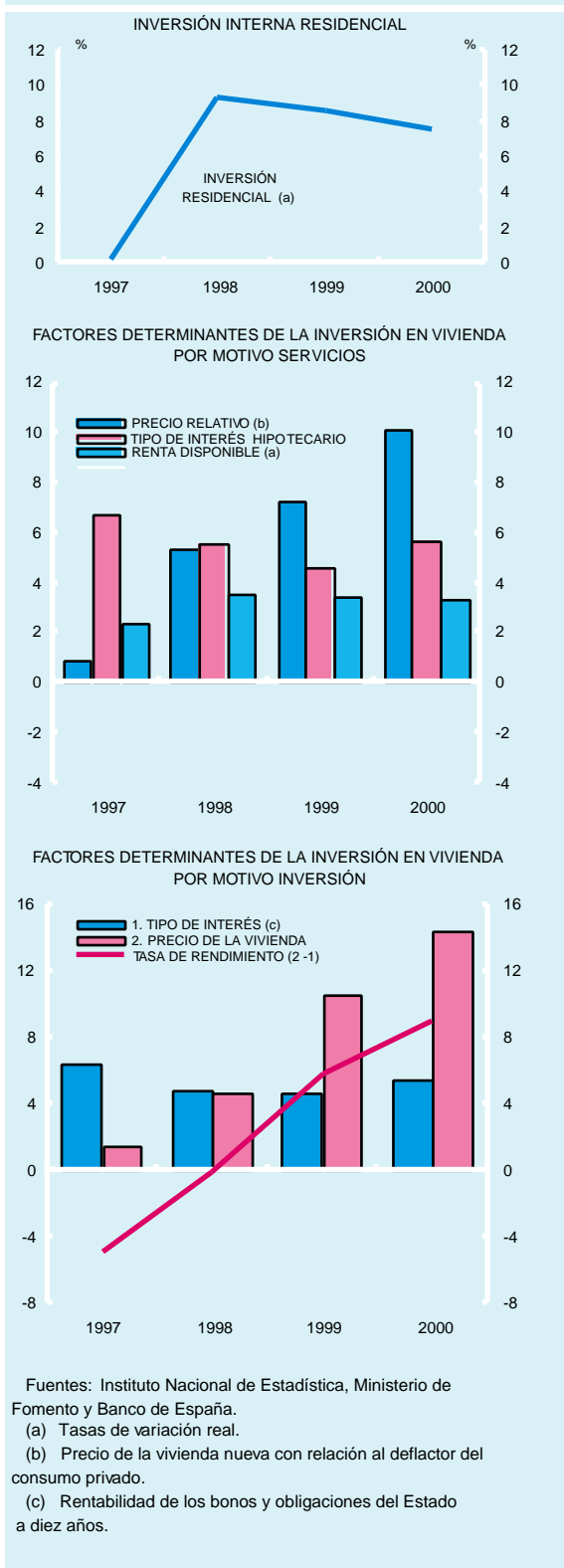


GRÁFICO IV.4

Inversión residencial

riqueza financiera neta, en el gráfico IV.3—, de forma que la evolución descendente de la tasa de ahorro se habría frenado significativamente. De hecho, en la

parte transcurrida del año 2001, la información disponible apunta hacia un crecimiento real del consumo a tasas ligeramente inferiores a las alcanzadas al final del año anterior, y hacia un menor crecimiento de la renta real, que permitirían una estabilización de la tasa de ahorro de las familias.

La inversión interna residencial registró, por tercer año consecutivo, una notable expansión, creciendo un 7,5 %, tras el 8,6 % de 1999, si bien experimentó un perfil de ligera desaceleración en el año. El dinamismo de estos últimos años se ha producido en un entorno claramente favorable, caracterizado por los altos ritmos de crecimiento de la renta real de las familias y por unas condiciones financieras muy propicias a la inversión, dado que los tipos de interés, a pesar del repunte registrado en el año 2000, siguen manteniendo niveles históricamente bajos (véase gráfico IV.4). El notable incremento de la riqueza mobiliaria entre 1995 y 1999 ha debido de impulsar adicionalmente la adquisición de viviendas, que ha sido un activo atractivo como inversión alternativa. Asimismo, los factores demográficos han desempeñado un papel relevante. La creación de nuevos hogares se recuperó en ese periodo, alcanzando una expansión relativamente fuerte en 1999; en el año 2000, no obstante, su ritmo de avance fue menor. Sin embargo, la utilización de la vivienda como depósito de valor y de obtención de posibles ganancias de capital —aprovechando los márgenes de opacidad fiscal existentes— se ha visto acentuada en los últimos años, como prueban el dinamismo del mercado de segunda residencia y el *stock* de viviendas sin ocupar.

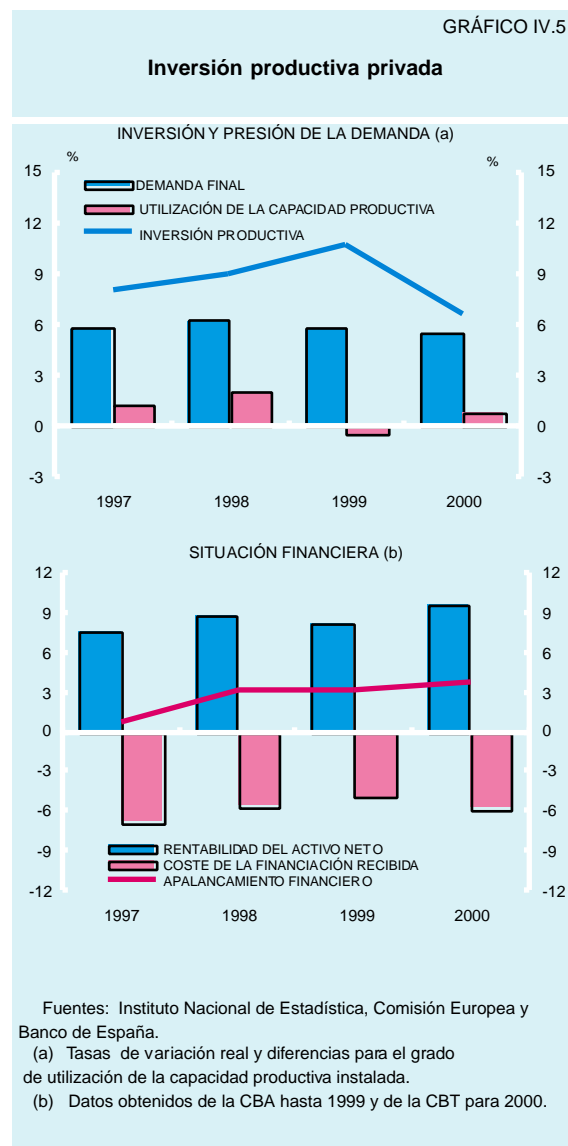
El dinamismo de la adquisición de vivienda por los hogares españoles y la demanda ejercida por los no residentes —todavía reducida, pero sujeta a una fuerte expansión— han generado notables presiones sobre el mercado inmobiliario, que se han traducido en alzas sustanciales de los precios de las viviendas. En el año 2000, los precios se incrementaron un 14,5 %, tras haberlo hecho un 10,6 % en el año anterior, y ello a pesar de la notable expansión de la oferta —según la información disponible, la iniciación de viviendas en el año 2000 pudo incluso superar los niveles de 1999, cuando las iniciaciones alcanzaron las 500.000 unidades—. No obstante, resulta complejo determinar el impacto global del encarecimiento relativo de la vivienda sobre su demanda: por un lado, supone un freno a la demanda por motivo de residencia; por otro, genera expectativas de revalorización que incentivan su adquisición,

especialmente en un contexto de reducciones significativas de las rentabilidades alternativas (véase parte inferior del gráfico IV.4).

Las tendencias marcadas por los indicadores adelantados de la inversión residencial —como las licencias de los ayuntamientos y los visados de los colegios de arquitectos— apuntan hacia la prolongación, en los primeros meses del año en curso, de la desaceleración que ya se manifestó a lo largo del año 2000. Esta evolución es coherente con la menor incidencia de los factores demográficos y con los elevados niveles que han alcanzado los precios de las viviendas, que deberán afectar a la demanda por motivo de residencia. En el último trimestre del año 2000 los precios registraron un menor crecimiento que en los trimestres anteriores, que estaría reflejando ya una menor presión de la demanda.

Se estima que en el año 2000 la formación bruta de capital fijo de las empresas registró una desaceleración importante, al crecer un 6,6 %, frente al 10,6 % del año anterior (véase cuadro IV.1). Este comportamiento afectó tanto al gasto en construcción como a la inversión en equipo, aunque la desaceleración de este último componente, que prolongó la trayectoria de descenso iniciada en el año 1999, fue más intensa y terminó el año 2000 creciendo a tasas muy bajas. La pérdida gradual de dinamismo de la inversión a lo largo del pasado año refleja, en parte, la influencia de la evolución del contexto exterior en el que se desarrolló la economía y su previsible incidencia sobre las expectativas de las empresas. No obstante, la magnitud de la desaceleración contrasta con el contexto relativamente favorable definido por los principales determinantes de la inversión durante el pasado año; además, se aprecia que el ritmo de crecimiento de la inversión en equipo en la actual fase expansiva está siendo significativamente inferior al observado en la segunda mitad de los ochenta.

El gráfico IV.5 recoge la evolución de algunos de los principales determinantes de la inversión productiva. Como se apuntó al comienzo del epígrafe, a pesar de su perfil de desaceleración, la demanda final mantuvo un elevado dinamismo en el año 2000, destacando, en particular, las ventas al exterior; esta presión de la demanda se tradujo en un ligero aumento de la utilización de la capacidad productiva. De hecho, según la encuesta semestral de inversiones que realiza el Ministerio de Ciencia y Tecnología, en el año 2000 la evolución de la demanda vol-



vió a ser el factor con una influencia más positiva sobre las decisiones de inversión en la industria, y la ampliación de capital, el fin fundamental de esas inversiones. Por otra parte, las condiciones de financiación siguieron siendo muy favorables, a pesar del moderado repunte de los tipos de interés, y la rentabilidad de las empresas del sector no financiero —según los datos de la CBT— aumentó considerablemente en el año 2000, en relación con los niveles, ya muy elevados, del año precedente. Esta mayor rentabilidad dio lugar a una nueva ampliación de la *ratio* de apalancamiento, que está situada en máximos históricos, a pesar del incremento de los gastos financieros, derivado del encarecimiento del crédito y de la mayor apelación a los recursos ajenos.

En relación con el reducido crecimiento estimado para la inversión en equipo en el año 2000, no se

puede descartar la existencia de problemas de medición, derivados del cálculo del deflactor, en el que se combina información que proviene de fuentes que utilizan metodologías diferentes, como son los índices de precios industriales y los índices de valor unitario del comercio exterior. El fuerte aumento registrado por estos últimos, como consecuencia, en parte, de la evolución del tipo de cambio del euro, podría haber supuesto, a su vez, un freno en algunos proyectos de inversión. No obstante, no hay evidencia concluyente de que este tipo de problemas —u otros, como los analizados en el recuadro I.2— haya tenido una incidencia especial en los datos del año pasado. Además, hay otros elementos que podrían ayudar a explicar, al menos en parte, el escaso dinamismo inversor. Ya se ha mencionado el posible deterioro de las expectativas de demanda, asociado a la incertidumbre sobre el alcance final del encarecimiento del petróleo y el impacto de la desaceleración americana. La fuerte expansión de las inversiones directas en el exterior, que alcanzó dimensiones muy importantes en los dos últimos años, también podría haber distraído recursos de la inversión en el mercado interior. Este comportamiento se habría concentrado en grandes empresas de sectores ligados a industrias de red que, por su dimensión, dominan la evolución de la inversión total de la economía. En cambio, según la información disponible, todavía muy parcial, en otros sectores de la economía española —automóviles, informática, muebles— la inversión en equipo podría haber crecido a ritmos superiores a los del año precedente.

Para finalizar, cabe señalar que la excelente situación financiera que mantiene el sector empresarial proporciona una base sólida para alcanzar un mayor dinamismo de la inversión productiva privada, si se retorna a un contexto de buenas expectativas de producción y se mantiene la generación de beneficios. La recuperación de la inversión es especialmente necesaria para mantener un diferencial de crecimiento positivo con los países de la Unión Europea, y avanzar en el proceso de convergencia real con la zona. Los datos disponibles para los primeros meses del año 2001 no muestran, todavía, una recuperación de la inversión en bienes de equipo, que conserva una tónica similar a la del final del pasado ejercicio.

En el año 2000, la variación de existencias tuvo una aportación negativa al crecimiento del PIB por valor de una décima. No obstante, en términos in-

tertrimestrales, solo se apreció una aportación negativa en el primer trimestre, que fue nula en el trimestre siguiente, y alcanzó valores positivos en la segunda mitad del año. Dada la tendencia alcista del porcentaje de empresarios que declararon tener niveles de existencias superiores a los deseados, el componente involuntario de los *stocks* debió de aumentar a lo largo del año; adicionalmente, la recomposición de *stocks* de productos petrolíferos también contribuyó positivamente a la evolución de este agregado.

La demanda final de las Administraciones Públicas mantuvo un tono moderado durante el año pasado, similar al observado en años anteriores. En términos reales, el crecimiento del consumo final fue del 2,6 %, frente al 2,9 % en 1999. En términos nominales, sin embargo, la tasa de variación fue del 6 %, según las estimaciones de la CNTR. Dentro del consumo, la remuneración total de los asalariados al servicio de las Administraciones Públicas creció un 5,9 %, en términos nominales, avance que cabe atribuir, en su mayor parte, al incremento de la remuneración por asalariado.

Se estima que la inversión pública registró una tasa de variación prácticamente nula, en términos reales, en el año 2000. Esta caída en la tasa refleja, en buena medida, los descensos experimentados por la obra pública en la primera parte del año, mientras que en los meses finales este componente del gasto parece haber retomado una senda de crecimiento. La trayectoria seguida imprime un cierto perfil anticíclico a la inversión pública en construcción, en el periodo más reciente. No obstante, cabe recordar que una parte significativa de la inversión en infraestructuras, canalizada a través de entes gestores, está contabilizada como inversión en construcción del sector privado, lo que explica, probablemente, que este componente de la inversión productiva privada haya registrado un ritmo de crecimiento más sostenido que la inversión en equipo.

En conjunto, el gasto en consumo e inversión de los hogares, las empresas y las Administraciones Públicas dio lugar a un crecimiento elevado de la demanda nacional en el año 2000, aunque sujeto a un perfil de marcada desaceleración que se ha atenuado apreciablemente en los primeros meses del año actual; en el promedio del año 2000, su tasa de crecimiento fue del 4,1 %, casi 1,5 puntos por debajo de la registrada en 1999 (véase gráfico IV.2). Frente

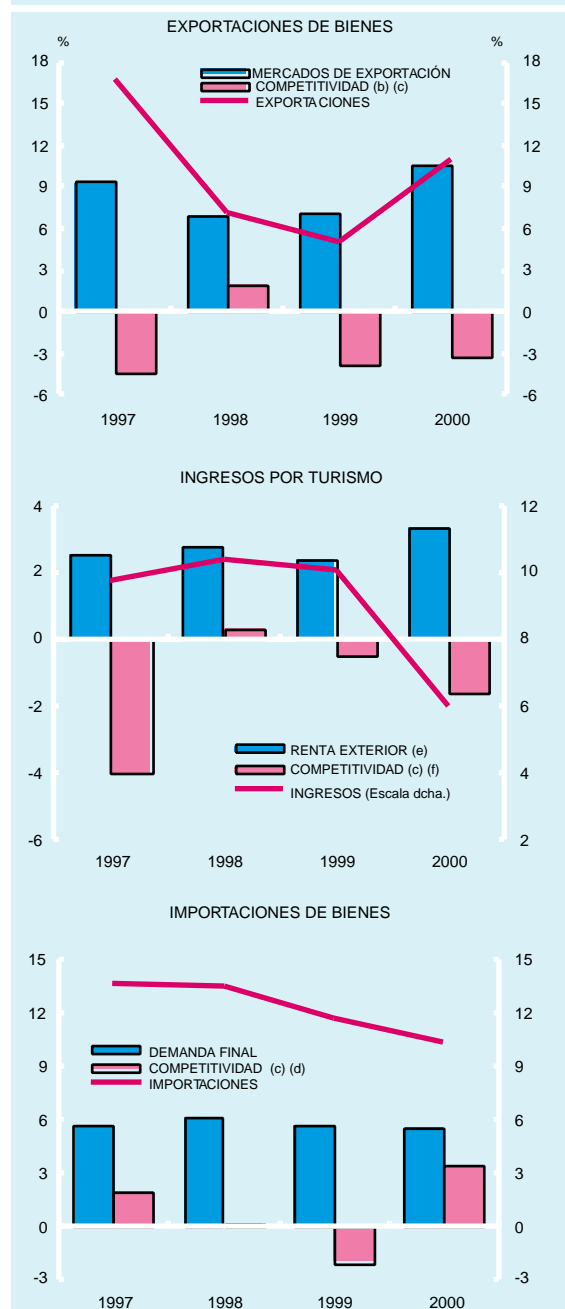
a ello, las exportaciones de mercancías dieron muestra de un notable vigor, especialmente en la primera mitad del año, en la que se prolongó la tendencia alcista del segundo semestre de 1999; el crecimiento medio de las exportaciones de bienes y servicios fue del 10,8 %, unos cuatro puntos porcentuales más que en el año precedente. La recuperación vino determinada por la evolución de las exportaciones de bienes y de otros servicios, ya que el turismo, como luego se verá, presentó unos resultados inferiores a los de 1999.

El fuerte avance del comercio mundial y las ganancias de competitividad derivadas de la depreciación del euro —los precios relativos de exportación en moneda nacional, frente a los países desarrollados, se incrementaron, sin embargo, un 1,2 %— determinaron un incremento del 11 % de las exportaciones de bienes (véase gráfico IV.6). Su dinamismo se mantuvo durante todo el año, si bien en el cuarto trimestre se observó una suave desaceleración, acorde con el menor impulso de la actividad mundial, que no parece haberse acentuado en los primeros meses del año actual. A pesar de estos buenos resultados, cabe apuntar que la expansión de las exportaciones españolas en el 2000 fue inferior a la que hubiera cabido esperar, dado el patrón histórico de respuesta de las exportaciones al crecimiento mundial; el hecho de que la recuperación económica internacional viniera liderada por Estados Unidos y Asia, zonas que suponen un porcentaje reducido de las ventas españolas, solo proporciona una explicación parcial a este hecho.

Por áreas geográficas, en el año 2000 tuvo lugar una expansión de las ventas al exterior, tanto dentro como fuera de la Unión Europea, siendo este proceso de mayor intensidad en las extracomunitarias. Las ventas a la zona del euro —que representan casi un 60 % del total— aumentaron un 15,6 %, en términos nominales, frente a un 6,3 % en 1999, impulsadas por la recuperación económica de estos países; no obstante, el crecimiento real fue algo inferior a la expansión registrada por los mercados de la zona. Hay que destacar el avance de las ventas a Francia (18,4 %), Alemania (11,5 %) e Italia (15,1 %), destinos que habían registrado una gran atonía en el ejercicio precedente. Por su parte, las ventas destinadas al resto del mundo mostraron un gran vigor durante todo el año 2000, con un crecimiento nominal del 26,3 % —un 2,9 % en el ejercicio precedente—, destacando el avance de las ventas a los países del centro y del este de Europa, a Estados

GRÁFICO IV.6

Demanda exterior (a)



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

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

Unidos y a los nuevos países industrializados del sudeste asiático, mientras que las destinadas a Japón se desaceleraron. En estos mercados, en los que la depreciación del euro proporcionó mejoras de competitividad-precio a los productos españoles, sí se produjo una mejora de las cuotas de exportación.

Tras varios años de fuerte expansión, los ingresos por turismo registraron un avance algo más moderado, del 6 %, en términos reales, en el año 2000, que contrasta con el crecimiento de la actividad turística a nivel mundial (un 7,4 %). Por tanto, a pesar del apoyo que supuso la depreciación del euro, la cuota de España en los flujos de turismo internacional se redujo (véase gráfico IV.6). Entre los factores que podrían explicar este resultado hay que mencionar, entre otros, el fuerte crecimiento de los precios de los servicios turísticos y de los hoteles en nuestro país, que ha debido de provocar un desplazamiento de visitantes —sobre todo, a los procedentes de la zona del euro, que no ven compensadas estas subidas con los movimientos del tipo de cambio— hacia otros países del Mediterráneo, que compiten con España en la atracción del turismo mundial y que han ido superando los episodios de inestabilidad política que mermaron su atractivo en el pasado.

Como consecuencia del crecimiento elevado de las exportaciones, la demanda final volvió a experimentar un fuerte dinamismo en 2000, creciendo un 5,6 %, tasa muy próxima a la registrada en 1999 (5,8 %), si bien su perfil a lo largo del año acusó la desaceleración del gasto interior (véase, de nuevo, el gráfico IV.2). Apoyadas en el avance de la demanda final, tanto la producción interior como las importaciones registraron también tasas elevadas de crecimiento (4,1 % y 10,4 %, respectivamente). Las importaciones de bienes y servicios continuaron ganando peso en la demanda final, aunque en menor medida que en años precedentes; el fuerte incremento de los precios de importación no energéticos, en relación con los interiores, debió de contribuir a esta menor penetración de las importaciones. La evolución conjunta de las exportaciones y de las importaciones dio lugar a una mejora sustancial de la aportación de la demanda exterior al crecimiento del PIB, que pasó de -1,5 puntos porcentuales en 1999, a -0,1 en el 2000, alcanzando valores positivos al final del año; esta pauta persiste en el primer trimestre de 2001, a pesar de que las importaciones han recuperado un tono algo más dinámico.

Las importaciones de bienes registraron un gran dinamismo el año pasado, aunque alcanzaron un crecimiento inferior al del período precedente (10,4 %, frente al 11,7 % de 1999), mostrando una tendencia a la desaceleración, acorde con la evolución de la demanda final y con la pérdida de impulso de la actividad industrial. La evolución alcista de los precios de importación, en especial de los no energéticos, muy superior a la de los productos interiores equivalentes, tuvo también un efecto contractivo sobre la demanda dirigida al exterior. Cabe destacar, a este respecto, la desaceleración de las importaciones de bienes de equipo, en términos reales, especialmente acusada en el cuarto trimestre. Por el contrario, las importaciones energéticas aumentaron su ritmo de avance real, a pesar del fuerte encarecimiento del petróleo, debido a la reposición de *stocks* de las refinías, que habían experimentado una abultada reducción de existencias en la etapa inicial de la escalada de los precios energéticos, en 1999. Por último, los pagos por turismo crecieron un 8,4 %, en términos reales, frente al 14,3 % del año anterior. La desaceleración del gasto de los consumidores, acentuada por la depreciación del euro, incidió negativamente en la salida de turistas, en especial fuera de la zona del euro, aunque este destino supone un porcentaje muy pequeño del total.

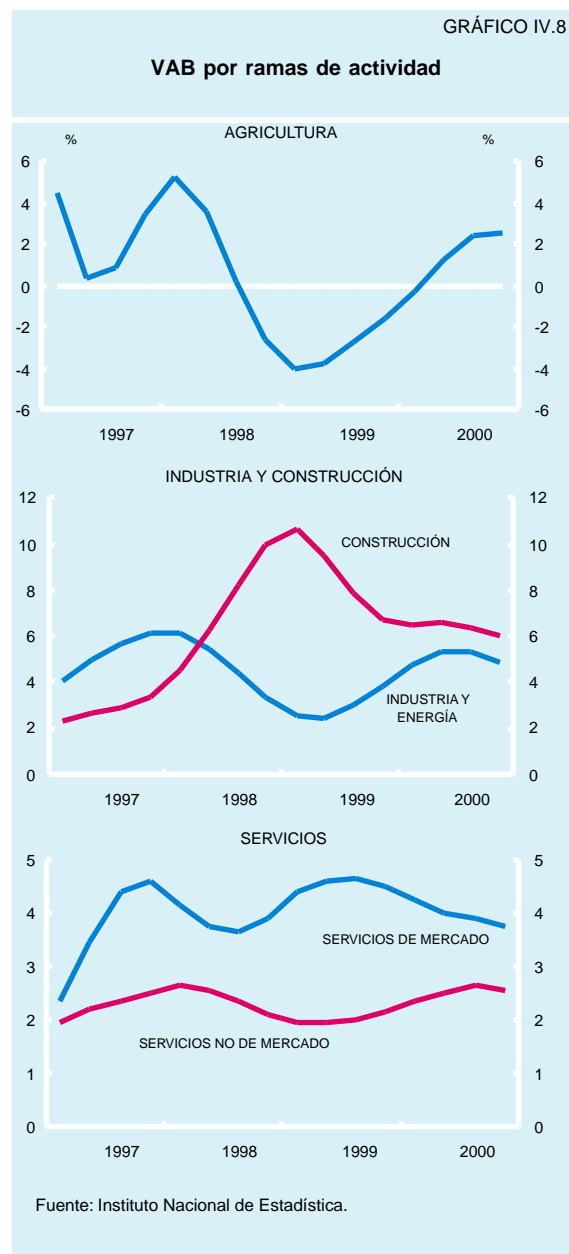
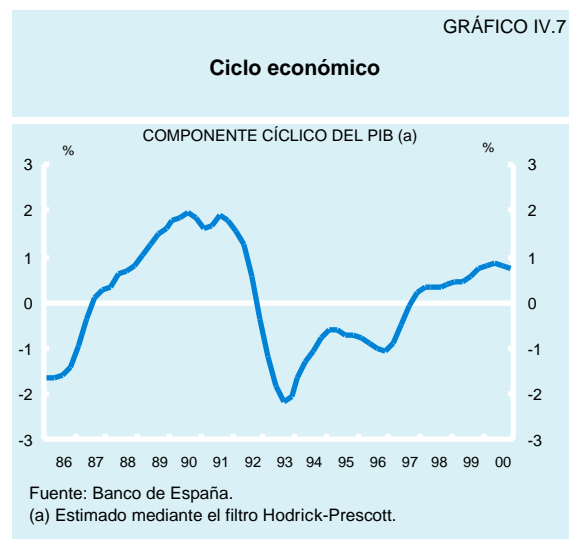
IV.3. LA ACTIVIDAD

El crecimiento de la demanda final en el año 2000 ascendió al 5,6 %, como se ha mencionado en el epígrafe precedente, y proporcionó un contexto adecuado para la expansión de la producción interior. El producto interior bruto creció un 4,1 %, una décima más que en 1999, y, aunque siguió perdiendo peso en la demanda final, lo hizo a ritmo menor que en el pasado. Las tasas interanuales del PIB mantuvieron niveles elevados durante la mayor parte del año, que solo tendieron a flexionar en el último trimestre, cuando a la desaceleración que ya venía mostrando el gasto interior se añadió la pérdida de dinamismo de las exportaciones, en un entorno internacional más adverso, frenando el ritmo de mejora de la demanda exterior neta (véase gráfico IV.2).

En una perspectiva algo más amplia, el dinamismo de la producción interior en el año 2000 ha supuesto la prolongación del ciclo expansivo que inició la economía española con la salida de la crisis de

1992-1993 y que alcanzó una etapa de máximo crecimiento a finales de 1997 y comienzos de 1998. Desde entonces, el PIB ha registrado tasas de variación interanual próximas al 4 %, superiores a su crecimiento tendencial a medio plazo, que solo han cedido ligeramente a partir de los meses finales del año pasado, cuando, según las estimaciones provisionales de la CNTR, el PIB creció un 3,8 %, y un 3,5 % en el primer trimestre de 2001, según la estimación del Banco de España. Al comparar los niveles alcanzados por el producto en esta etapa expansiva con los que se derivarían de haber mantenido el ritmo de crecimiento tendencial —el denominado *output gap*—, se observa que la brecha entre ambos ha sido positiva desde 1998 y que ha ido ampliándose ligeramente hasta la primera mitad del año 2000 (véase gráfico IV.7). No obstante, al término de ese año la brecha comenzó a cerrarse y las estimaciones disponibles parecen apuntar hacia un cierre adicional en la primera parte de 2001, culminando así una fase expansiva que se ha caracterizado por ser de menor intensidad que la que tuvo lugar en la segunda mitad de los ochenta. La reducción de la brecha de producción estaría indicando una relajación de las presiones sobre los precios —y sobre el desequilibrio exterior— derivadas del elevado crecimiento de la demanda, que han sido significativas en el transcurso del año 2000. No obstante, en comparación con otros episodios similares, este ha resultado más equilibrado, lo que se ha traducido en una estabilidad macroeconómica notablemente superior.

Desde la perspectiva de las distintas ramas productivas, el ligero aumento de la tasa de crecimiento del PIB, en el promedio de 2000, tuvo su origen en el buen comportamiento de las ramas agrarias e industriales, ya que tanto la actividad constructora —que, no obstante, siguió siendo la más dinámica— como la producción de servicios experimentaron recortes en su ritmo de avance (véase gráfico IV.8). La actividad de las ramas primarias se vio favorecida por la mejora de las condiciones climatológicas y, en particular, por el aumento de los índices de pluviosidad registrados en la mayor parte del territorio nacional, lo que permitió superar la recesión que esta actividad productiva había atravesado el año anterior. La expansión de la producción agrícola contrarrestó la pérdida de tono de la producción ganadera conforme avanzaba el año, que se vio agravada al término del ejercicio y en los primeros meses de 2001, por los problemas de índole sanitaria que afectaron a algunas de sus especies.



La rama de industria y energía mostró un impulso notable en el año 2000, hasta alcanzar un ritmo de crecimiento del 5,1 %, por encima del observado el año anterior (3 %). Esta expansión fue más intensa en las ramas energéticas, afectando particularmente a la producción de energía eléctrica y gas, al incrementarse el consumo interior de estos *inputs* productivos. Las ramas manufactureras, por su parte, prolongaron la expansión que habían iniciado en 1999, alentadas por la fortaleza del gasto interior y por el vigor de las exportaciones; no obstante, en la segunda mitad del año este perfil de recuperación tendió a quebrarse, como consecuencia de la desaceleración de la demanda interior y de la evolución menos favorable de las ventas al exterior. Dentro de la actividad manufacturera, la recuperación observada en el promedio del año se asentó, especialmente, en las industrias con mayores requerimientos tecnológicos, destacando, en este sentido, la fabricación de maquinaria y de material eléctrico y electrónico. La producción de vehículos automóviles también registró ritmos de avance elevados, a pesar de la debilidad de la demanda interior de estos productos, puesto que más del 80 % de la producción nacional de automóviles se destina a los mercados exteriores. Finalmente, las actividades más tradicionales, intensivas en mano de obra —como el textil, el vestido y el calzado—, mantuvieron un tono deprimido.

La rama de la construcción continuó siendo la más dinámica en el promedio de 2000, aunque su ritmo de crecimiento, del 6,3 %, fue inferior al observado en 1999 (8,7 %). La desaceleración que experimentó la edificación residencial en el transcurso del año, en un contexto de menor crecimiento de la demanda de vivienda y de fuertes alzas en sus precios —alentados por la escasez de suelo edificable en las grandes ciudades y por las tensiones de costes de los materiales de construcción y de la mano de obra—, en conjunción con la debilidad que mantuvo la obra civil durante la primera mitad del año, se tradujo en un paulatino debilitamiento de esta actividad. No obstante, la recuperación que experimentó la obra civil en la segunda parte del ejercicio suavizó la pérdida de dinamismo de la actividad, circunstancia que puede prolongarse a lo largo de 2001, a tenor de los planes existentes para la ampliación de las infraestructuras ferroviarias e hidrológicas.

Finalmente, la producción de las ramas terciarias se desaceleró ligeramente en el año 2000 (desde el 4 % al 3,6 %), ya que la recuperación de los servicios no destinados al mercado no llegó a contrarrestar

el menor crecimiento de los servicios de mercado. Entre estos últimos, las actividades de comercio y reparación se vieron constreñidas por la pérdida de pulso del consumo interior, mientras que las de hostelería acusaron la menor afluencia de turistas extranjeros. Por el contrario, los servicios de transporte y de comunicaciones y, en menor medida, las actividades inmobiliarias y los servicios empresariales acentuaron su ritmo de avance en el año 2000, destacando, dentro de estos últimos, el dinamismo que han cobrado los servicios informáticos y de investigación y desarrollo.

IV.4. EL MERCADO DE TRABAJO

Durante el año 2000, la creación de puestos de trabajo continuó mostrando un notable dinamismo, acorde con el comportamiento expansivo de la actividad. Según las estimaciones de la CNTR, el empleo (2) creció un 3,3 %, mostrando un perfil de desaceleración en la segunda mitad del año, coherente también con el del PIB y con una cierta recuperación de la productividad aparente del trabajo. En media anual, la productividad aparente aumentó un 0,8 %, cuatro décimas más que en 1999, aproximándose más al crecimiento promedio de la última década. Tanto la tasa de participación como la de ocupación registraron aumentos sustanciales, y la tasa de desempleo volvió a reducirse. Sin embargo, los salarios, que habían mostrado una evolución muy moderada en los años precedentes, manifestaron una cierta tendencia a la aceleración en 2000, que, de continuar, dificultaría el crecimiento de la ocupación en el futuro. El menor dinamismo del empleo en el segundo semestre podría estar empezando a reflejar la aceleración del coste laboral real que se observó en el pasado año, así como la desaceleración de la actividad.

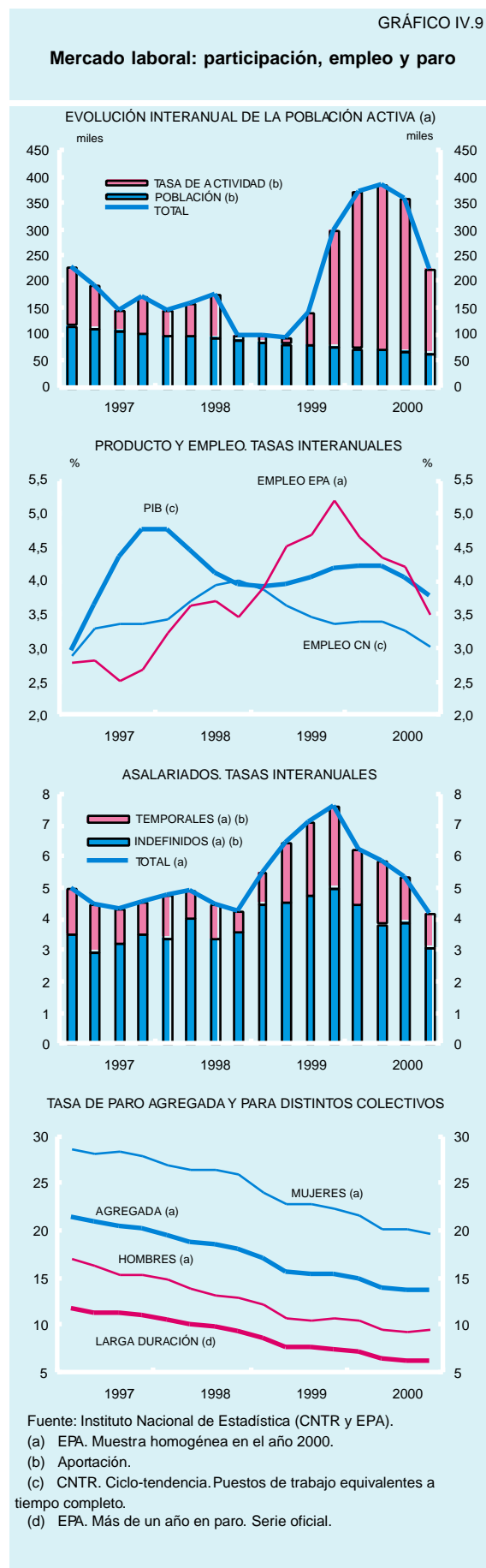
Como es sabido, debido a cuestiones metodológicas y de cobertura, el crecimiento de la ocupación que estima la EPA no suele coincidir con el de la CNTR. Estas diferencias se han acentuado en los últimos años —en el año 2000, el crecimiento en el número de ocupados según la EPA fue del 4,2 % (3),

(2) Medido por el número de puestos de trabajo equivalente.

(3) En el año 2000 la EPA fue sometida a un proceso de actualización muestral, con el fin de reflejar de forma más fidedigna la actual estructura poblacional. Esto ha permitido una medición más precisa de las variables investigadas, pero ha distorsionado también la comparación con años precedentes. Por este motivo, en el primer trimestre del año 2000 el INE realizó una estimación del impacto de tal renovación muestral. Las tasas de variación analizadas en esta sección son las resultantes de la corrección.

frente al 3,3 % de la CNTR—, pero ambos indicadores proporcionan un perfil similar de desaceleración (véase gráfico IV.9). De acuerdo con la EPA, la totalidad de los puestos de trabajo netos creados durante el año pasado lo fueron por cuenta ajena, dando lugar a un crecimiento del empleo asalariado del 5,6 %, ya que los trabajadores por cuenta propia disminuyeron en un 1,1 % —en términos de CNTR, las tasas correspondientes fueron 4 % y 0 %—. Tanto el número de asalariados que cuentan con un contrato fijo como los que tienen un contrato temporal experimentaron una pérdida de dinamismo, que fue mucho más acusada entre estos últimos, registrando tasas de variación del 6,6 % los asalariados fijos y del 3,7 % los temporales. De esta forma, el diferencial de crecimiento entre ambos colectivos se amplió y la reducción de la *ratio* de temporalidad alcanzó 0,6 puntos porcentuales, situándose en el 32 %. La aprobación de la nueva legislación para el fomento del empleo estable, en marzo del presente año, proporcionando un carácter permanente a la ley introducida en el año 1997 y extendiendo su cobertura a nuevos colectivos, debería dar lugar a reducciones adicionales de la temporalidad. Las medidas introducidas en 1997 (y modificadas o prorrogadas anualmente en los presupuestos de años posteriores) han tenido un éxito relativo; de hecho, según la estadística de contratos registrados en el INEM, el contrato indefinido de fomento llegó a representar un 6 % del total de los contratos en 1999, pero ese porcentaje se había reducido hasta el 4,7 % en el año 2000, cuando se eliminaron las bonificaciones a la conversión en indefinidos de ciertas modalidades de contratos temporales. Además, ese contrato ha facilitado el acceso de los colectivos más expuestos al empleo precario (jóvenes y mujeres) a una contratación más estable, incentivando su participación en el mercado de trabajo, a la vez que ha permitido la reincorporación al empleo de los colectivos más maduros.

Atendiendo al tipo de jornada de los ocupados, la desaceleración del empleo afectó tanto a los empleados a tiempo completo como a los de tiempo parcial. A pesar de que la pérdida de dinamismo fue más acusada entre estos últimos, su crecimiento (4,8 %) continuó siendo superior al de los trabajadores con jornada completa (4,1 %); no obstante, la *ratio* de parcialidad se mantuvo en el 8,1 %. En algunas ocasiones se ha atribuido la reducida incidencia del empleo a tiempo parcial a las rigideces que introdujo la legislación aprobada a finales de 1998; en este sentido, las medidas de reforma introducidas



en marzo de 2001 han corregido la mayor parte de estas rigideces, por lo que cabría esperar un mayor desarrollo de este tipo de contratación en el futuro.

En el conjunto del año 2000, el empleo aumentó en todas las ramas de actividad, excepto en la agricultura, donde la reducción de puestos de trabajo fue, no obstante, menos intensa que en 1999. Según los datos de la CNTR, la creación de empleo fue especialmente elevada en la construcción, donde creció un 7,5 %, y en los servicios de mercado (4,8 %), que fue la única actividad donde el empleo se aceleró, en relación con 1999. La recuperación de la actividad industrial en los primeros trimestres de 2000 se trasladó con un cierto desfase a la ocupación, que creció menos que el año anterior (2,9 %, incluyendo la energía). Por último, en los servicios no de mercado la creación de puestos de trabajo mantuvo la tendencia a la moderación iniciada en 1997, y el empleo creció un 0,3 %.

Atendiendo ahora a la oferta de trabajo y utilizando de nuevo datos de la EPA, durante el año 2000 el crecimiento de la población activa fue del 2 %, tasa que dobla a la que se venía registrando en los tres últimos años. Como se puede apreciar en la parte superior del gráfico IV.9, el mayor impulso a la oferta de trabajo lo proporcionó la tasa de participación, ya que el aumento de la población en edad de trabajar fue menor que el de años anteriores. En concreto, la tasa de participación de las personas entre 16 y 64 años se incrementó hasta el 65 %, más de un punto porcentual superior a la registrada en 1999. Este aumento —mucho más intenso de lo habitual— permitió estrechar notablemente el diferencial que aún separa la tasa de participación española del promedio de la UE. El mayor aumento de esta tasa se observó entre las mujeres —en particular, en las edades intermedias—, aunque su nivel (51,8 %) todavía es inferior a la de los hombres en casi 27 puntos porcentuales. Entre los hombres, fueron los más jóvenes los que presentaron un mayor avance. El aumento generalizado de la tasa de participación en el año 2000 sugiere un impacto favorable de la posición cíclica de la economía española sobre la oferta de trabajo —puesto que la probabilidad de encontrar empleo es más elevada—; adicionalmente, el hecho de que los colectivos que muestran una evolución más favorable en este sentido sean aquellos a los que van dirigidas, en mayor medida, las últimas reformas del mercado de trabajo (jóvenes, mayores de 45 años y mujeres) muestra

también que el componente no cíclico en este cambio es significativo.

El fuerte crecimiento del empleo descrito en párrafos precedentes permitió absorber sin dificultades las nuevas entradas en el mercado de trabajo, de forma que el desempleo volvió a reducirse (−9,3 %), aunque a un ritmo menor que en 1999 (−14,9 %). La tasa de desempleo disminuyó en casi dos puntos porcentuales, situándose en el 14,1 % (13,6 % en el cuarto trimestre). Además, la reducción fue más intensa entre los colectivos más afectados por el desempleo, si bien siguen destacando la tasa de desempleo femenina (20,5 %), que es más del doble que la masculina (9,7 %), y la de los parados entre 16 y 24 años, que representan el 26,1 % de los jóvenes activos. En cualquier caso, la tasa de paro en España está todavía seis puntos por encima del promedio de la UE. Otra característica destacable del proceso de reducción del desempleo es su incidencia entre los parados que más tiempo llevaban en esa situación, especialmente los jóvenes, de forma que, en el promedio de 2000, el desempleo de larga duración fue un 46,1 % del desempleo total, casi cuatro puntos porcentuales menos que en el año anterior. Por primera vez desde 1986, este porcentaje fue inferior al promedio de la UE. La considerable reducción en la tasa de desempleo en los últimos años, y la especial intensidad con la que este fenómeno se ha manifestado en determinados colectivos, solo se pueden explicar mediante una reducción comparable del componente más permanente del desempleo, a la que han contribuido las sucesivas reformas del mercado de trabajo que se han acometido en España.

A pesar del aumento en la oferta de trabajo y del fuerte componente estructural que cabe atribuir a la reducción del desempleo, en el transcurso del año 2000 fueron apareciendo indicios de tensiones y estrangulamientos en algunos segmentos del mercado de trabajo —en algunas provincias, profesiones y sectores— cuya traslación a la evolución de los salarios fue todavía limitada, si bien pueden adquirir más relevancia en el año 2001.

La evolución de los salarios a lo largo de los últimos años ha estado enmarcada en un contexto de desaceleración de la tasa de inflación, cambios en la fiscalidad de las rentas salariales, reducción de las cotizaciones sociales de algunos colectivos y aumentos de las subvenciones encaminadas a potenciar el crecimiento del empleo. Hasta 1999, la desacelera-

Algunos aspectos de la negociación colectiva en España

Una característica importante del sistema de negociación colectiva en España es su amplia cobertura del colectivo de asalariados —prácticamente total—, pues, aunque la afiliación sindical es muy baja, la cláusula de eficacia general automática garantiza que lo pactado en un determinado ámbito territorial (nacional o provincial) se extienda a las empresas de todo el territorio. De esta forma, las empresas pequeñas sin representatividad sindical deben acogerse al convenio del ámbito superior al que pertenezcan, que, en general, estará poco adaptado a sus peculiaridades. Esta normativa, junto con el carácter nacional de los sindicatos, que hace que para ellos el objetivo de mantener o aumentar el poder adquisitivo de los salarios tenga mucho peso, lleva a negociar crecimientos salariales muy homogéneos por ramas de actividad y estrechamente vinculados a los índices generales de precios —vínculo que se refuerza mediante la existencia de cláusulas de revisión salarial—. La homogeneidad en el crecimiento de los salarios se ha visto reforzada por la escasa utilidad que han tenido las cláusulas de desenganche, introducidas en 1994 para permitir que las empresas que atravesaban por una situación de dificultad económica pudieran apartarse del régimen salarial pactado en el convenio colectivo. De hecho, la pauta que ha regido la negociación colectiva es la de restringir las posibilidades legales de descuelgue. Como se observa en el gráfico adjunto, esto se traduce en una dispersión muy reducida de los crecimientos salariales por sectores productivos, notablemente inferior a la de los incrementos de productividad del trabajo.

La escasa diferenciación de los aumentos salariales pactados se une a las dificultades existentes para individualizar los niveles salariales a través de complementos variables. La cristalización de estructuras salariales rígidas y heredadas de la década de los setenta, a través de la negociación colectiva, ha hecho que los niveles salariales de partida sean, en general, elevados (claramente superiores al SMI), incluso para las categorías de trabajadores menos cualificados, y que resulte muy difícil modificar esas estructuras sin alterar los derechos adquiridos por los trabajadores. En estas circunstancias, el margen de maniobra para que los salarios se acomoden a las condiciones específicas de las empresas y de los trabajadores, más allá de lo establecido en el convenio, es muy reducido, a diferencia de lo que ocurre en otros países, donde el componente variable de los salarios es mucho más importante. Este escaso margen de diferenciación salarial genera importantes distorsiones para el funcionamiento eficiente de las empresas.

La rigidez de las estructuras salariales y la reducida importancia de los componentes variables son factores que permiten explicar, también, la falta de sensibilidad cíclica que tienen los salarios en España. La deriva salarial (calculada como la diferencia entre el incremento efectivo del salario y el pactado en convenio) está dominada por los pagos en concepto de pluses de antigüedad (que hasta 1994 eran obligatorios), por ascensos de categoría profesional y, sobre todo, desde que en 1984 se facilitó la contratación temporal, por los cambios en la composición del empleo. En el gráfico adjunto se aprecia que, desde mediados de los ochenta, la deriva salarial ha tendido a reducirse, debido, en parte, a la progresiva pérdida de peso de los pagos en concepto de pluses de antigüedad. Pero, además, ha pasado a experimentar un comportamiento contracíclico, como consecuencia, fundamentalmente, de la incorporación de nuevos trabajadores, en su mayoría con contratos temporales y con salarios relativamente más bajos, durante las fases de expansión cíclica. Por el contrario, en otros países donde los complementos variables tienen mayor importancia, estos tienden a aumentar en las expansiones y a reducirse en las recesiones, dando un carácter procíclico a la deriva y a los incrementos salariales.

El reducido margen de maniobra que tienen las empresas para ajustar los niveles salariales a la productividad de sus trabajadores y para sincronizar los incrementos de salarios con el dinamismo de su demanda genera intensas distorsiones a nivel microeconómico, como ya se ha mencionado. Pero, además, determina que la evolución agregada de los salarios se ajuste con gran retraso a la fase cíclica de la economía, forzando a que sea el empleo el primero en ajustarse y dificultando la absorción del paro de forma permanente.

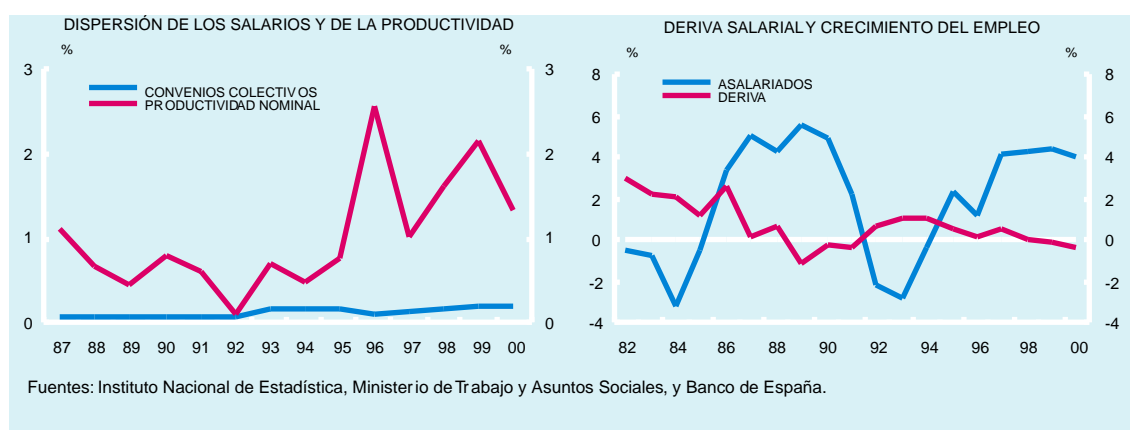
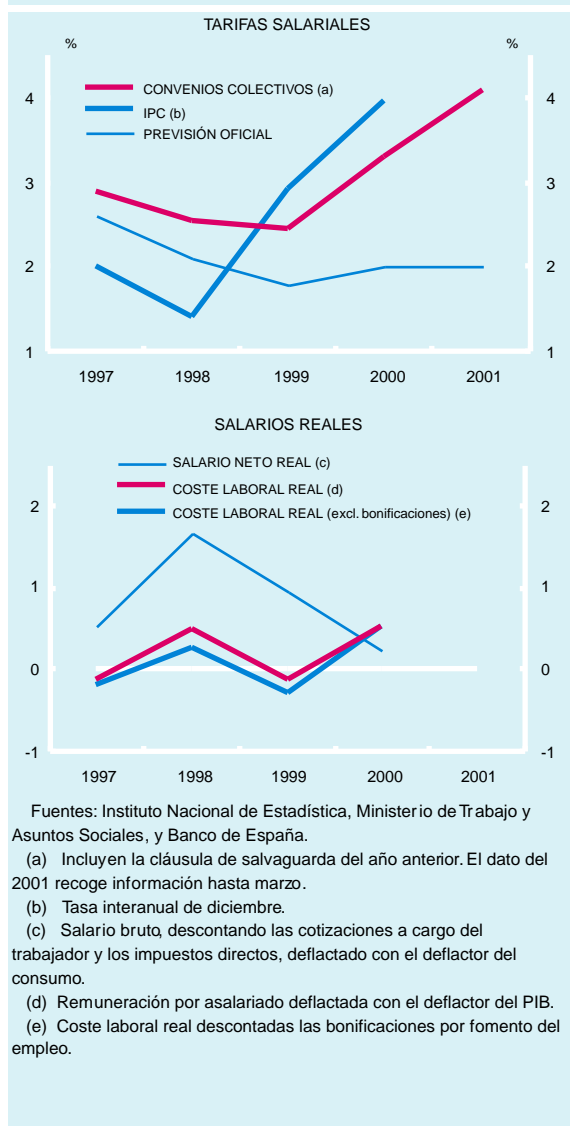


GRÁFICO IV.10

Determinantes de los salarios

ción salarial discurrió paralela con la que había tenido lugar en los precios de consumo (véase parte superior del gráfico IV.10), produciéndose aumentos modestos en la remuneración por asalariado en términos reales (parte inferior del gráfico). En realidad, el aumento del salario real percibido por los trabajadores en esos años, en términos netos, fue de mayor cuantía, como consecuencia, principalmente, de las mejoras en la tributación de las rentas del trabajo asociadas a la reforma del IRPF —una parte sustancial de la denominada cuña fiscal—. A su vez, el efecto favorable de los costes laborales sobre el empleo se vio acentuado por las subvenciones recibidas para fomentar la contratación de determinados colectivos, tal como se aprecia en la evolución de los costes salariales en términos reales una vez

que se deducen las bonificaciones al empleo (parte inferior del gráfico ya mencionado). La absorción de los efectos sobre las tasas de crecimiento de los salarios de estos factores de carácter fiscal que, por su naturaleza, son transitorios y la activación de las cláusulas de salvaguardia —como consecuencia de la aceleración en el ritmo de crecimiento de los precios, a partir de 1999, por encima de las previsiones oficiales— han determinado una ruptura de este proceso, habiéndose producido en el pasado año un rebrote en la tasa de crecimiento de los costes laborales reales que afrontan las empresas. Los datos disponibles sobre la marcha de la negociación colectiva en el presente ejercicio apuntan hacia la continuidad de esta tendencia.

En efecto, el incremento salarial pactado en los convenios colectivos durante el año 2000 fue del 3 %, tasa que se eleva hasta el 3,3 % cuando se incluye el impacto de la activación de las cláusulas en 1999, año en el que la inflación observada se desvió casi un punto porcentual respecto a la previsión oficial. En términos de remuneración por asalariado —una medida del coste laboral que soportan las empresas que, como se ha visto, resulta más adecuada que las tarifas salariales, ya que incluye todo tipo de cotizaciones y deslizamientos salariales—, el aumento fue mayor, del 3,5 % en la economía de mercado y del 4 % en el conjunto de la economía, como consecuencia del elevado deslizamiento salarial estimado en el sector de Administraciones Públicas. Los datos disponibles sobre los resultados de la negociación salarial hasta el mes de marzo del año 2001 son igualmente preocupantes, ya que el incremento medio salarial pactado —del 3,5 %— se eleva al 4,1 % cuando se tiene en cuenta el impacto de las cláusulas de revisión del año 2000, consecuencia de una desviación de dos puntos entre la inflación observada al final del año y la previsión oficial tomada como referencia en la negociación colectiva (en el recuadro IV.2 se analizan determinados aspectos de la negociación colectiva).

La puesta en funcionamiento de las cláusulas de salvaguardia como consecuencia del rebrote experimentado por los precios de consumo —en gran medida, consecuencia de factores de carácter transitorio— ha supuesto, por tanto, una ruptura en las pautas de moderación salarial que caracterizaron la evolución de la economía española en los años recientes. Esto puede no solo dificultar y retrasar la desaceleración de la tasa de inflación prevista para este año, sino que, además, puede comprometer el

aumento del empleo y la corrección de la tasa de paro y ralentizar el proceso de convergencia real de la economía española con el núcleo central de países de la UE.

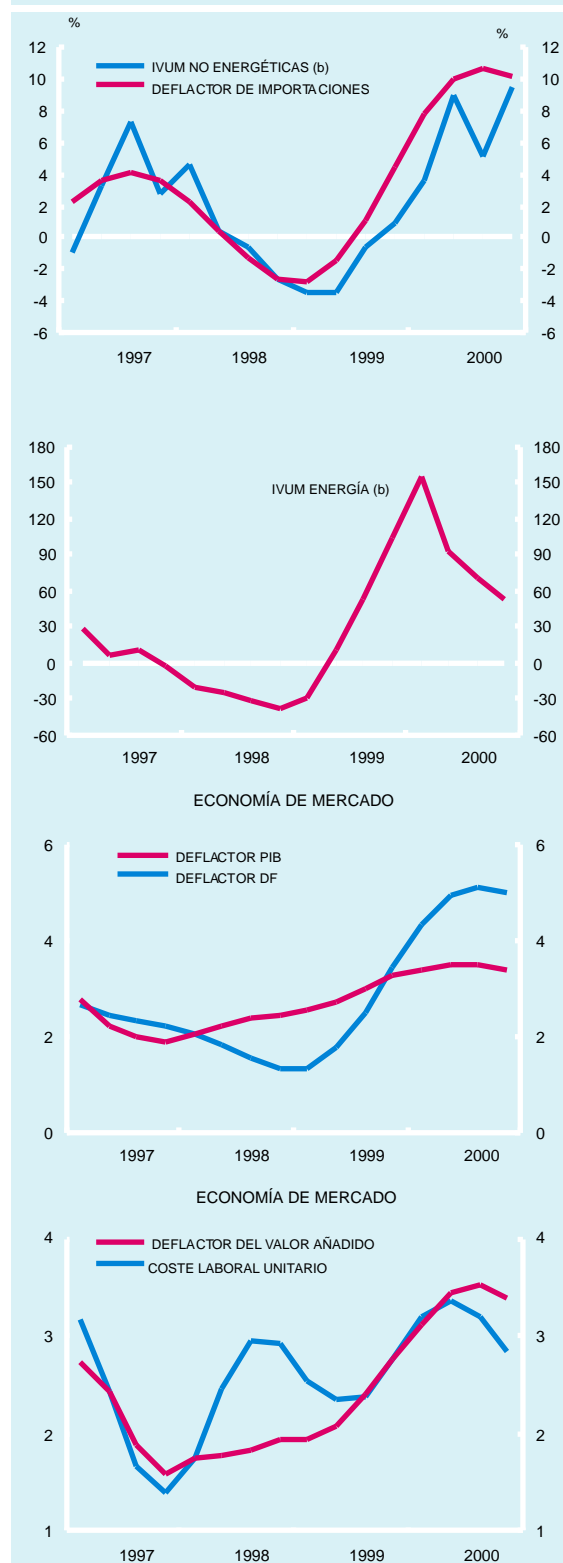
IV.5. LOS COSTES Y LOS PRECIOS

En el año 2000, los principales indicadores de precios de la economía española registraron tasas medias de crecimiento superiores a las observadas en los años más recientes. El IPC aumentó un 3,4 % en media anual, frente al 2,3 % del año anterior, y el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se incrementó en una cuantía ligeramente superior. El repunte de la tasa de inflación del IPC en el año 2000 fue debido, en buena medida, a factores exógenos y de naturaleza transitoria, entre los que cabe destacar el encarecimiento del petróleo —y de otras materias primas— en los mercados internacionales y la depreciación del euro frente al dólar; en cualquier caso, las distintas medidas de inflación subyacente mostraron una tendencia al alza a lo largo del año. Dentro de los componentes más estables del IPC, cabe subrayar el notable crecimiento medio de los precios de los servicios (3,8 %) y, especialmente, su perfil alcista, por lo que el ritmo de crecimiento interanual en el mes de diciembre fue del 4,4 %. Se espera que durante el año 2001 se produzca un retorno gradual hacia tasas de inflación más reducidas, en un contexto macroeconómico más favorable y una vez superados algunos de los elementos transitorios que incidieron en el año 2000. No obstante, la aparición de nuevos factores no esperados —como los derivados de la crisis alimentaria—, la traslación a precios de parte de los aumentos de costes pasados y la inercia que comienza a observarse en la formación de salarios podrían dotar a este proceso de una lentitud mayor que la prevista.

Por su parte, el crecimiento del deflactor de la demanda final en el promedio del año 2000 fue del 4,8 %, 2,5 puntos porcentuales por encima del registrado en el ejercicio precedente; destaca el notable impulso que adquirieron los precios de las exportaciones, cuyo aumento fue del 6,4 %, frente al 0,3 % en el año anterior. En otra perspectiva, la aceleración del deflactor de la demanda final refleja la trayectoria alcista del deflactor de las importaciones, a la que se unieron, con un tono mucho más moderado, los precios interiores, aproximados por el deflactor del PIB (véase la parte superior del gráfico IV.11).

GRÁFICO IV.11

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



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Tasas interanuales de variación.
(b) Índice de valor unitario de las importaciones de mercancías.

La aceleración del deflactor de las importaciones fue más intensa en los primeros trimestres del año 2000; a partir de entonces se registraron tasas interanuales ligeramente por encima del 10 %. Detrás de esta notable pujanza se encuentra no solo el comportamiento del componente energético, sino también el de los precios de otros bienes y servicios importados. La trayectoria alcista del petróleo en los mercados internacionales —el Brent del mar del Norte cotizó en el promedio del último trimestre de 2000 a 30,1 dólares por barril, más de seis dólares por encima del precio del mismo período de 1999— y la depreciación del euro en los mercados cambiarios —del 13,4 % en el promedio del ejercicio— impulsaron al alza el índice de valor unitario de los productos energéticos, que se incrementó un 84 % en la media del año, considerablemente por encima del 29,6 % del año anterior. Por su parte, el deflactor de las importaciones no energéticas también experimentó una aceleración, aunque menos intensa. Este resultado sería acorde con la traslación a los precios de importación de la depreciación del euro y con una evolución más expansiva de los precios de las exportaciones de nuestros principales socios comerciales en sus respectivas monedas.

Los precios interiores, aproximados por el deflactor del PIB, registraron una tasa de variación del 3,5 % en el promedio de 2000, seis décimas por encima del año precedente. Como viene sucediendo en los últimos años, el aumento de este deflactor, que incorpora los impuestos netos de subvenciones que recaen sobre los productos, fue superior al del deflactor del valor añadido de la economía, que avanzó un 3,4 %. Cabe subrayar que el diferencial de crecimiento entre ambos deflactores se redujo notablemente durante el año pasado, indicando un comportamiento más moderado que en años anteriores de los impuestos netos de subvenciones por unidad de producto. La ausencia de alteraciones relevantes en los tipos impositivos explicaría este resultado.

La aceleración del deflactor del VAB en el año 2000 vino determinada por un crecimiento más intenso, tanto del excedente bruto de explotación por unidad de producto como del coste laboral por unidad de valor añadido, que elevó su tasa de variación en seis décimas, hasta el 3,2 %. En conjunto, la participación de las rentas del trabajo en el valor añadido disminuyó ligeramente respecto al año anterior. La aceleración del coste laboral tuvo su origen en la evolución de la remuneración por asalaria-

do, que pasó de crecer el 2,8 % en 1999, al 4 % en el año 2000. Esta aceleración se vio parcialmente compensada por la evolución de la productividad, que aumentó un 0,8 % en el año 2000, tasa más acorde con su promedio histórico que las cifras anormalmente bajas registradas en los años inmediatamente anteriores.

Los resultados anteriores son similares a los que se produjeron en la economía de mercado, que se encuentran representados en el gráfico IV.11. El crecimiento de la productividad en este agregado fue algo inferior, reflejando la elevada intensidad en creación de trabajo del actual patrón de crecimiento, y la recuperación considerable de los márgenes, aunque, como ahora se verá, con notables diferencias entre las distintas ramas de la economía.

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

En este epígrafe se repasa brevemente el proceso de formación de precios en las distintas ramas de la economía de mercado, a partir de los datos de la CNTR y de la información proporcionada por un conjunto más amplio de indicadores, que permite analizar también los costes derivados del empleo de consumos intermedios, incluida la energía, y los precios finales de producción, recogidos en el gráfico IV.12. El análisis desagregado muestra que el comportamiento de los costes y los precios en las distintas actividades productivas tuvo rasgos diferenciadores importantes en el año 2000, destacando como elemento común, aunque con un impacto cuantitativamente diferente en cada caso, el encarecimiento de los costes intermedios y, en particular, de los energéticos.

Comenzando por la agricultura, en el año 2000 el deflactor del valor añadido de esta actividad registró una tasa de variación negativa, cada vez de menor cuantía, conforme avanzaba el año. Los costes laborales unitarios se desaceleraron de forma intensa, a pesar de la considerable aceleración de la remuneración por ocupado, debido a las ganancias de productividad pasivas, derivadas del proceso de destrucción de empleo. Como resultado, se produjo una contracción del margen de explotación.

Según la CNTR, en la rama energética se combinó una fuerte aceleración del deflactor del valor

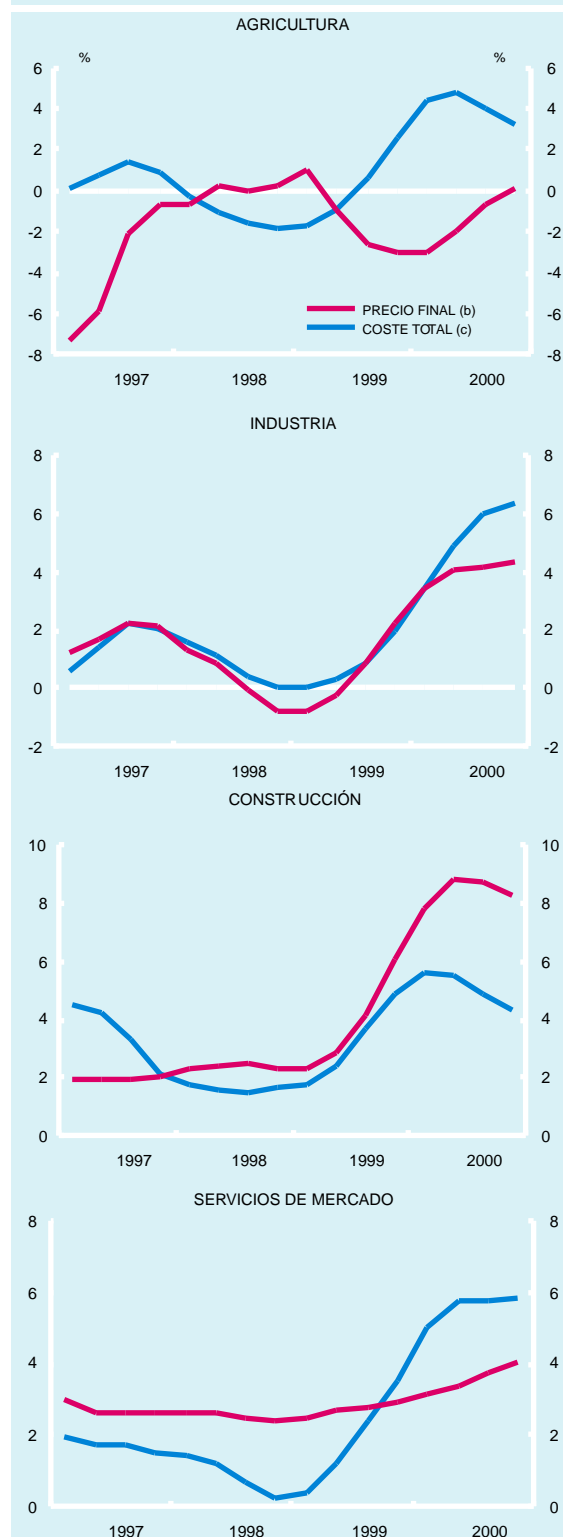
añadido con una intensa caída de los costes laborales unitarios (-6,8 %), que dio lugar a una ampliación de los márgenes unitarios. El notable crecimiento del valor añadido en esta rama, junto con un avance moderado del empleo, dio lugar a un aumento de la productividad aparente del 8,8 %, que explica la favorable evolución del coste laboral unitario. La información proporcionada por los indicadores de precios y costes, que permite considerar explícitamente los costes intermedios, matiza algo los resultados anteriores, al mostrar el impacto sobre los márgenes del encarecimiento de los consumos intermedios importados (fundamentalmente, crudo).

Durante el año 2000, el deflactor del valor añadido en la industria se redujo un 3,1 % respecto al año anterior, mientras que los costes laborales unitarios aumentaron un 2 %, resultado que supone una desaceleración en relación con 1999, puesto que el mayor incremento de la remuneración por ocupado se vio compensado por una ligera recuperación de la productividad aparente. En consecuencia, según estos datos, el excedente unitario se habría deteriorado intensamente en el año 2000. El análisis de otros indicadores de precios y costes tiende a confirmar los resultados cualitativos proporcionados por la CNTR, al mostrar igualmente un deterioro del margen bruto de explotación unitario en la industria, aunque con una intensidad diferente (véase gráfico IV.12). De acuerdo con estos indicadores, los precios finales de las manufacturas se aceleraron de forma significativa en el año 2000, pero también los costes —tanto intermedios como laborales— crecieron fuertemente. Entre los costes de los consumos intermedios destacó el fuerte incremento de los importados, impulsados por la cotización alcista del petróleo en los mercados internacionales y por la trayectoria del euro. Cabe subrayar que la compresión de márgenes no fue común a todas las ramas manufactureras; en concreto, en las de metalurgia, minerales, material de transporte, alimentos y papel se registró un mantenimiento o incluso una ligera mejora de los mismos.

En la construcción, el deflactor del valor añadido se aceleró de forma muy significativa en el año 2000, hasta alcanzar una tasa del 8,8 %. Por su parte, el coste laboral unitario tendió a moderar su fuerte ritmo de crecimiento anterior, ya que la productividad aparente, aunque mantuvo tasas de variación negativas, tuvo un comportamiento algo más favorable que durante el año 1999. Ambos comportamientos facilitaron una ampliación de márgenes,

GRÁFICO IV.12

Precios y costes por ramas de actividad (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Tasas interanuales de variación calculadas sobre la tendencia.

(b) Precio final de venta, excluidos impuestos, estimado mediante indicadores.

(c) Estimación de los costes variables utilizando indicadores. Incluye coste laboral unitario y consumos intermedios por unidad de producto.

que ha quedado recogida también por los indicadores de precios finales y costes totales.

En la rama de servicios de mercado, el deflactor del valor añadido creció de forma más intensa que durante el año 1999, a pesar de lo cual, el margen bruto de explotación experimentó una contracción. La causa de este resultado se encuentra en el incremento del coste laboral unitario, al unirse un mayor aumento de la remuneración por ocupado (3,9 %) a un deterioro de la productividad (-0,8 %), en un contexto de fuerte crecimiento del empleo. La información que ofrecen los indicadores de precios y costes es similar, ya que se estima que el incremento del coste laboral unitario se vio acompañado de un fuerte crecimiento de los costes intermedios, que reforzó la compresión de márgenes. No obstante, a lo largo del año se observó una clara tendencia al alza de los precios, junto con un freno en la trayectoria alcista de los costes, que apuntaría hacia el retorno a una situación de ampliación de los márgenes en el año 2001.

Dentro de los servicios, la evolución fue muy heterogénea, como consecuencia de la diferente intensidad en el uso de la energía de las distintas actividades, del diferente grado de presión de la demanda y del nivel de competencia efectivo. En las ramas de hostelería y educación se registraron aumentos de márgenes; sin embargo, otras ramas, como las de transporte, comunicaciones, sanidad y otros servicios, mostraron una contracción de los márgenes. No obstante, en todas estas ramas, salvo en la de comunicaciones, sujeta a un proceso de intensa apertura a la competencia, los márgenes aumentaron en la segunda mitad del año 2000, al producirse, bien un fuerte aumento de precios, como en el caso del transporte, o bien una suave moderación de los costes acompañada de una flexión al alza de los precios. En el conjunto de los servicios, la caída más intensa del excedente se produjo en el comercio, ya que, a pesar de la importante aceleración de los precios finales, el encarecimiento de los precios de compra, junto al mayor aumento de los costes variables, supuso una fuerte corrección en el margen de explotación.

IV.6. LA COMPETITIVIDAD

Como se comentó al analizar la demanda exterior, las exportaciones españolas mostraron una notable fortaleza en el año 2000, favorecidas por la re-

cuperación de los mercados exteriores y por las mejoras de competitividad conseguidas frente al resto del mundo y recogidas por los índices correspondientes; por otra parte, el ritmo de penetración de las importaciones en el mercado interior también se ralentizó, debido al encarecimiento de estos productos en relación con los de procedencia interior. No obstante, dado que la mejora de competitividad de los productos españoles fue debida a la paulatina depreciación que experimentó el tipo de cambio nominal del euro frente a otras divisas —en especial, frente al dólar—, los índices de competitividad mostraron un comportamiento muy desigual por áreas geográficas. Así, como se observa en el gráfico I.4 del primer capítulo de este Informe, la competitividad frente a los países de la zona del euro —medida, en este caso, por el índice calculado con costes laborales unitarios— experimentó un deterioro notable, mientras que frente al resto de países desarrollados se observó una mejora progresiva a lo largo del año.

Desde esta perspectiva, la evolución de los precios y costes en España durante el año 2000, descrita en el epígrafe anterior, proporciona los elementos clave para interpretar tanto el comportamiento adverso de la competitividad frente a la UEM como las mejoras registradas frente al resto de países. En el gráfico IV.13 se han representado un conjunto de índices de precios y costes relativos de España frente a la UEM y frente a otros países desarrollados, todos ellos calculados en sus propias monedas y sin tener en cuenta el tipo de cambio, cuya evolución se ha representado aparte. Como puede observarse, a diferencia de los indicadores de competitividad que incorporan el tipo de cambio, los índices de precios y costes relativos no mostraron una evolución distinta frente a las diferentes áreas geográficas, sino que tendieron a reflejar, en general, tasas de crecimiento más elevadas de los costes y precios españoles que las de otros países (en el recuadro IV.3 se analizan otros aspectos de la competitividad de carácter estructural).

El análisis de la competitividad frente a la zona del euro —que en la actualidad se encuentra determinada exclusivamente por los diferenciales de precios y costes frente a esta zona— revela que el empeoramiento de los precios relativos fue especialmente significativo en el caso de los precios de consumo. Este hecho refleja la existencia de diferenciales positivos de inflación en casi todas las grandes categorías de productos de consumo, des-

El comercio exterior por ramas productivas: implicaciones para la competitividad de la economía española

En el año 2000, la competitividad de la economía española, aproximada mediante los índices de precios y costes relativos expresados en una misma moneda, registró una mejora debido a la depreciación del euro. Sin embargo, en la determinación de la competitividad intervienen otra serie de factores relevantes. Así, el análisis sectorial de los flujos de comercio exterior permite extraer implicaciones desde una perspectiva más amplia de la competitividad, ya que, en algunos casos, el precio o los costes laborales constituyen los determinantes fundamentales de la competitividad de un sector, pero, en otros, son los factores asociados a la tecnología o a las características de los productos los que resultan fundamentales.

En el cuadro adjunto se presenta la estructura de las exportaciones e importaciones de manufacturas por ramas productivas, atendiendo a la clasificación de la OCDE, que agrupa los distintos sectores según su intensidad tecnológica, y los denominados índices de ventaja comparativa revelada (IVCR) —que reflejan el déficit o superávit de un sector, en porcentaje de su comercio total—.

A pesar de que en los años recientes se ha producido un desplazamiento de la estructura de las exportaciones hacia los sectores más intensivos en capital tecnológico, las ventas españolas aún continúan concentradas en los sectores más tradicionales, intensivos en mano de obra no cualificada, y en el sector de material de transporte, intensivo en capital físico. Los sectores tecnológicamente más avanzados aún presentan una participación reducida en el total de las ventas al exterior —inferior a la existente en los países más avanzados de nuestro entorno económico—. Esta situación revela algunas de las debilidades del tejido industrial español: la elevada especialización en los sectores con menores requerimientos tecnológicos confiere cierta vulnerabilidad a las exportaciones españolas, por cuanto en estos sectores la competitividad vía precios y costes relativos cobra una relevancia especial, de forma que las presiones competitivas procedentes de los países de reciente industrialización son más intensas; téngase en cuenta que estos países presentan importantes ventajas comparativas en la producción de bienes intensivos en mano de obra no cualificada, basada en sus menores costes laborales. Por el contrario, los sectores tecnológicamente más desarrollados se caracterizan por un mayor potencial de expansión y menores presiones competitivas procedentes de estos países. Cabe destacar también la concentración de las ventas en el sector de material de transporte —concretamente, la industria del automóvil—, que genera una elevada dependencia de sus resultados. En el caso de las importaciones, destaca la elevada participación de los sectores intensivos en tecnología y del sector de material de transporte. El peso de las importaciones de este último es consecuencia del paulatino desplazamiento de la demanda de automóviles hacia segmentos de mayor cilindrada, de gama media o alta, en los que la oferta española está escasamente especializada.

Una forma de analizar de modo conjunto las corrientes exportadora e importadora consiste en utilizar los IVCR. En el año 2000 España presentaba desventaja comparativa en la mayoría de los sectores. Adicionalmente, esta desventaja era especialmente significativa en los sectores más intensivos en capital tecnológico, que, a pesar de haber mejorado su situación en los últimos años, siguen dando muestras de falta de competitividad.

Otros indicadores de carácter estructural que tratan de reflejar algunos aspectos relevantes sobre la eficiencia productiva y, por tanto, sobre la capacidad competitiva de las empresas: intensidad tecnológica, abundancia de capital físico, cualificación del capital humano y dotación de infraestructuras permiten refrendar las conclusiones anteriores. En particular, estos indicadores revelan que, si bien los avances que se han realizado en España en estos ámbitos han sido muy importantes —destacando el aumento de la dotación de infraestructuras públicas—, las diferencias con la media de la UE son aún sustanciales.

CUADRO 1

Comercio exterior por ramas productivas

	AÑO 1990		
	Estructura		IVCR
	Expor.	Impor.	
SECTORES INTENSIVOS EN TECNOLOGÍA	19,1	31,8	-42,8
Material eléctrico y electrónico	6,6	11,5	-44,7
Informática e instrumentos de precisión	2,9	8,2	-62,1
Química y farmacia	9,6	12,1	-30,7
SECTORES DE TECNOLOGÍA MEDIA	42,3	36,2	-12,6
Caucho y plástico	3,6	2,8	-8,0
Medios de transporte	27,5	17,3	2,8
Maquinaria industrial	8,1	13,1	-41,5
Productos diversos	3,0	3,0	-20,5
SECTORES DE TECNOLOGÍA BAJA	38,6	32,0	-10,9
Textil, cuero y vestido	8,7	6,1	-3,1
Minerales metálicos y siderometalurgia	7,9	7,5	-17,9
Productos metálicos	4,5	3,5	-8,7
Minerales no metálicos	4,3	2,3	11,1
Papel e imprenta	3,3	3,7	-24,8
Alimentos, bebidas y tabaco	9,9	8,8	-14,4
TOTAL MANUFACTURAS	100	100	-20,1
	AÑO 2000		
	Estructura		IVCR
	Expor.	Impor.	
SECTORES INTENSIVOS EN TECNOLOGÍA	22,4	31,7	-28,6
Material eléctrico y electrónico	8,8	12,2	-27,7
Informática e instrumentos de precisión	3,3	7,0	-46,5
Química y farmacia	10,4	12,5	-21,2
SECTORES DE TECNOLOGÍA MEDIA	43,5	38,5	-6,0
Caucho y plástico	4,0	3,5	-4,7
Medios de transporte	30,2	23,0	1,4
Maquinaria industrial	6,5	9,0	-27,9
Productos diversos	2,8	3,0	-15,0
SECTORES DE TECNOLOGÍA BAJA	34,0	29,8	-5,5
Textil, cuero y vestido	7,4	6,6	-6,6
Minerales metálicos y siderometalurgia	5,7	7,1	-22,9
Productos metálicos	4,1	3,4	-2,0
Minerales no metálicos	4,1	1,7	31,8
Papel e imprenta	3,4	3,1	-7,8
Alimentos, bebidas y tabaco	9,3	7,9	-3,8
TOTAL MANUFACTURAS	100	100	-12,1

CUADRO 2

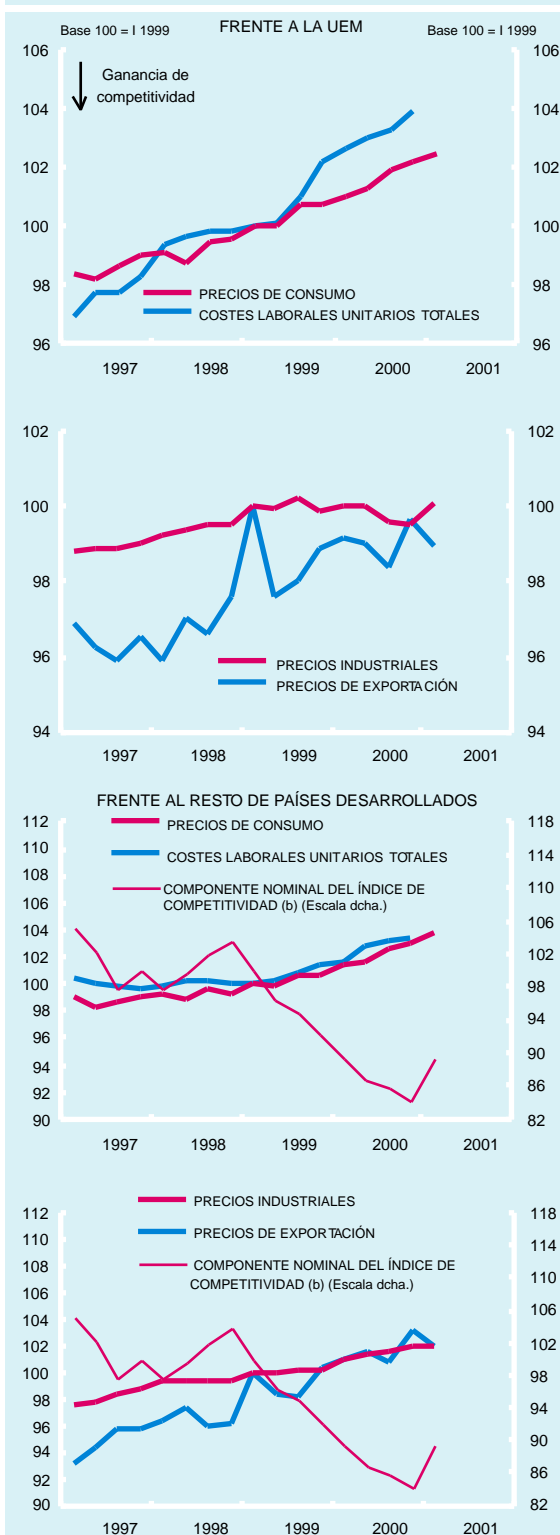
Indicadores de competitividad estructural

	España/UE		
	Niveles (%)		
	1990	1999	1999-90
Capital físico			
Stock de capital total/empleo	85,4	89,6	2,2
Stock de capital privado/empleo	77,6	80,8	2,5
Capital tecnológico/PIB	33,3	40,8	4,1
Capital humano/población entre 16 y 64 años	62,9	71,7	2,9
Capital público/población	52,8	70,5	4,5

Fuentes: Departamento de Aduanas, FUNCAS (Programa de Estudios Europeos) y Banco de España.

GRÁFICO IV.13

Índices de precios y costes relativos (a)



Fuente: Banco de España.

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

(b) Refleja la evolución del tipo de cambio bilateral de la peseta frente a los países desarrollados no euro.

tacando el caso de los servicios, donde el diferencial ha alcanzado los 2,5 puntos porcentuales en los primeros meses del año 2001. Este hecho podría justificarse, al menos en parte, por una mayor repercusión del alza de los precios del petróleo sobre los precios de los servicios en la economía española, habida cuenta de la mayor dependencia energética que presenta nuestro entramado productivo en comparación con otros países desarrollados, pero revela también la pervivencia de inercias inflacionistas en algunos de los sectores más protegidos de la economía.

Los precios de los sectores más expuestos a la competencia exterior —los precios industriales y de exportación— mantuvieron una pauta de comportamiento similar a la de los países de la UEM. Por otra parte, cabe destacar el ascenso que experimentaron los costes laborales unitarios relativos, tanto en el conjunto de la economía como en el sector de manufacturas, debido al mayor crecimiento de la remuneración de asalariados de la economía española, y a la menor recuperación de la productividad aparente del trabajo (véase el gráfico I.2). En conjunto, estos indicadores estarían apuntando a una compresión de los márgenes de explotación de las actividades expuestas a la competencia exterior, en comparación con lo sucedido en la UEM.

Por otra parte, la evolución de los diferenciales de precios y costes frente a los países no pertenecientes a la zona del euro siguió pautas de comportamiento muy similares a las observadas frente a la UEM. Cabe destacar, sin embargo, el aumento que registraron tanto los precios relativos de exportación como, en menor medida, los precios industriales, circunstancia que podría señalar que la compresión de márgenes está siendo menor en las empresas que exportan a estas áreas, al haberse visto favorecidas por la depreciación del euro. Esta ampliación de los diferenciales de precios y costes frente a estas áreas pone de manifiesto la vulnerabilidad de las mejoras de competitividad alcanzadas, que, al tener su origen en la debilidad del euro, podrían revertir una vez que esta moneda alcance valores más próximos a aquellos que se consideran acordes con sus determinantes fundamentales. De hecho, la tendencia al fortalecimiento que mostró el euro en los primeros meses de 2001 y su posterior estabilidad se tradujeron en un deterioro de la competitividad frente a estos mercados, que se añadió a la observada frente a la UEM.

Esta circunstancia resulta especialmente relevante porque, si bien es cierto que el comportamiento de la exportación en el transcurso del año 2000 fue muy positivo, permitiendo una ampliación de las cuotas de los productos españoles en los mercados mundiales, cabe resaltar que este incremento de cuotas estuvo concentrado en los países no pertenecientes a la zona del euro y se vio favorecida, sin duda, por las mejoras de competitividad asociadas a la depreciación del euro. Por el contrario, en los mercados de la UEM, las cuotas de exportación registraron un retroceso. A ello cabe añadir que las importaciones continúan incrementando su participación en el abastecimiento de la demanda nacional. De este modo, existen algunos síntomas que podrían indicar que las tensiones de costes y precios podrían estar anticipando unas pérdidas de competitividad que podrían emerger con toda intensidad una vez que el euro consolide una tendencia de fortalecimiento.

IV.7. LA ACTIVIDAD DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

El proceso de consolidación de las finanzas públicas continuó en el año 2000, alcanzándose un déficit del 0,3 % del PIB, frente al 1,2 % del PIB en 1999 (véanse el cuadro IV.2 y el recuadro IV.4). El saldo primario del conjunto de Administraciones Públicas, por su parte, registró un superávit del 3 % del PIB en el año 2000, seis décimas más que el año anterior.

La evolución por agentes ha sido, sin embargo, dispar. El Estado y sus organismos tuvieron un déficit del 0,6 % del PIB, por debajo del 0,8 % previsto en la Actualización del Programa de Estabilidad. La Seguridad Social (para la que se preveía un superávit del 0,1 % del PIB) alcanzó un superávit del 0,5 % del PIB. Las Administraciones Territoriales, sin embargo, para las que se preveía un déficit del 0,1 % del PIB, tuvieron un déficit mayor, el 0,3 % del PIB. A falta de mayor información, y sin perjuicio de la incidencia puntual de determinadas partidas en la ejecución presupuestaria, este comportamiento pone en primer plano la necesidad del mayor control del gasto en las Administraciones Territoriales (en particular, de las Comunidades Autónomas) y de la reforma de su sistema de financiación.

En términos de Contabilidad Nacional, los ingresos totales crecieron el 7,1 %, ligeramente por debajo del PIB nominal. Los ingresos de carácter impositivo, sin embargo, aumentaron su peso respecto al PIB,

CUADRO IV.2

Principales operaciones no financieras de las AAPP (SEC/95)

	1997	1998	1999	2000
Ingresos totales	39,6	39,5	40,0	39,8
Ingresos corrientes	38,2	38,2	38,6	38,6
Impuestos producción e importaciones	10,5	11,1	11,6	11,6
Impuestos renta y patrimonio	10,5	10,2	10,3	10,5
Cotizaciones sociales	13,2	13,1	13,1	13,4
Otros ingresos (a)	4,0	3,7	3,6	3,1
Ingresos de capital	1,3	1,4	1,4	1,2
Gastos totales	42,7	42,1	41,1	40,1
Gastos corrientes	37,8	37,0	35,8	35,2
Gastos en consumo final	17,6	17,5	17,3	17,1
Prestaciones sociales en efectivo	13,4	12,8	12,4	12,4
Intereses efectivos	4,8	4,3	3,6	3,3
Subvenciones	0,9	1,1	1,2	1,1
Otras transferencias	1,1	1,2	1,3	1,3
Gastos de capital	5,0	5,1	5,3	5,0
Formación bruta de capital (b)	3,2	3,4	3,4	3,3
Otros gastos	1,8	1,8	1,9	1,7
Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación	-3,2	-2,6	-1,2	-0,3
PRO MEMORIA:				
Saldo primario	1,6	1,7	2,4	3,0
Deuda bruta	66,7	64,7	63,4	60,6

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

(a) Incluye consumo de capital fijo.

(b) Incluye adquisición neta de activos no financieros no producidos.

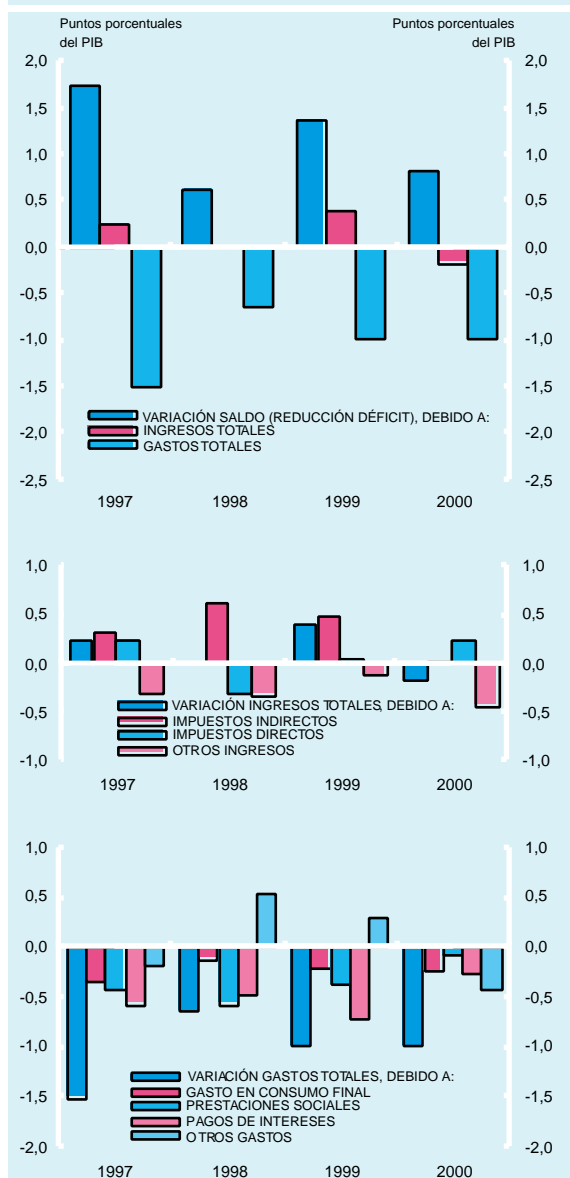
por lo que la pérdida del peso relativo del total de ingresos se explica por la caída de los dividendos y otras rentas de la propiedad, así como de las transferencias de capital (básicamente, las procedentes de la Unión Europea) percibidas por las Administraciones Públicas.

Dentro de los ingresos impositivos, destaca el elevado crecimiento (el 10,3 %) de los impuestos sobre la renta y el patrimonio, que han aumentado su peso sobre el PIB en dos décimas de punto porcentual. Con los datos disponibles, cabe atribuir este resultado al importante crecimiento del Impuesto de Sociedades, aunque también el IRPF evolucionó mejor de lo esperado. En términos de recaudación, y exclusivamente dentro de ámbito del Estado, los ingresos obtenidos por los impuestos sobre la renta y el patrimonio superaron en más de 500 mm a lo presupuestado. El efecto residual de la reforma del IRPF fue reducido, y se reflejó sobre todo en la disminución de las cantidades liquidadas en las declaraciones positivas correspondientes al ejercicio de 1999.

Los impuestos indirectos registraron un crecimiento más moderado (el 7,5 %), desacelerándose

GRÁFICO IV.14

Descomposición de la variación del déficit de las AAPP (SEC/95)



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

sensiblemente respecto al incremento obtenido en 1999 (el 11,9 %). En términos de recaudación, hay que destacar un crecimiento del IVA por operaciones interiores muy inferior a lo presupuestado, lo que fue compensado en gran parte por el mayor crecimiento del IVA sobre productos importados. Los impuestos especiales crecieron algo por encima de lo presupuestado, básicamente debido al comportamiento más dinámico de los impuestos sobre las labores del tabaco. Los impuestos sobre hidrocarburos, sin embargo, tuvieron un crecimiento muy moderado, ya que, al tratarse de un impuesto

de cuantía fija, no se vieron afectados por las subidas de precios y sí por una cierta desaceleración del consumo de estos productos.

Los ingresos por cotizaciones sociales aumentaron en un 9,7 %, superando el 7,4 % registrado en 1999. La evolución del número de afiliados a la Seguridad Social continuó siendo muy positiva, con un incremento del 5 % en el conjunto del año. Estos resultados de los ingresos de la Seguridad Social explican su saldo positivo del 0,5 % del PIB en 2000, lo que ha permitido la dotación del fondo de reserva —100 mm— de las pensiones creado este último año.

El gasto total de las Administraciones Públicas tuvo un crecimiento moderado, el 5 %, de forma que el peso del gasto público sobre el PIB volvió a disminuir en 2000, situándose en el 40,1 %, lo que representa un punto porcentual menos que en 1999. Este descenso en el peso del gasto público se repartió por partes iguales entre los gastos corrientes primarios, los pagos por intereses de la deuda pública y los gastos de capital.

Dentro de los gastos corrientes primarios, los gastos en consumo final de las Administraciones Públicas registraron un crecimiento del 6 % en términos nominales, ligeramente por encima de la evolución seguida en 1999. La remuneración de los asalariados de las Administraciones Públicas creció un 5,9 %, correspondiendo un 5,7 % a la remuneración por asalariado, si se aproxima esta variable por el comportamiento en la rama de servicios no de mercados. Hay que destacar, además, dentro del consumo público, un aumento del 10,3 % de las transferencias sociales en especie adquiridas en el mercado (asociadas, básicamente, al gasto sanitario) y las compras de bienes y servicios, que crecieron un 7,2 % en términos nominales. Aun así, el peso del consumo final de las Administraciones Públicas sobre el PIB se redujo en 0,2 puntos porcentuales en 2000.

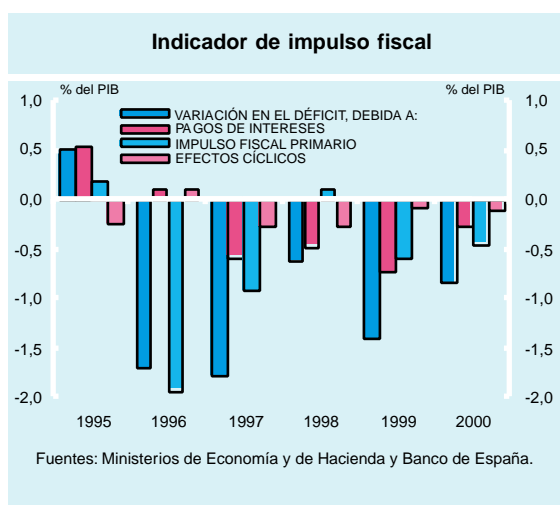
Las prestaciones sociales en efectivo crecieron un 7,1 % en 2000, acelerándose considerablemente respecto al 4 % de 1999. Esto supuso que se mantuviera su peso relativo al PIB. Dado el moderado crecimiento del número de pensiones contributivas que se viene registrando desde 1998, el crecimiento de los pagos por este concepto se debe, fundamentalmente, al aumento de la pensión media, incluyendo las desviaciones al alza debidas a la evolución del IPC en 2000. Hay que señalar que, a su vez, el pago correspondiente a la actualización de las pensiones

La orientación de la política fiscal en España

La evolución del saldo público no constituye un buen indicador de la orientación de la política fiscal, ya que depende no solo de las decisiones discrecionales sobre los ingresos y los gastos públicos, sino también de la posición cíclica de la economía. En periodos de expansión (recesión), los ingresos tienden a crecer (disminuir) y el gasto a reducirse (aumentar), como resultado de la actuación de los estabilizadores automáticos, afectando al saldo presupuestario, independientemente de las acciones discrecionales adoptadas. La evaluación de la política fiscal requiere, por tanto, distinguir entre los componentes cíclicos y discrecionales de las variaciones de los saldos públicos, dado que solo el último componente aproxima el grado de consolidación fiscal.

Los indicadores disponibles cuantifican el cambio discrecional de la política fiscal sustrayendo de la variación del saldo presupuestario la parte de esta debida a factores cíclicos. Todos ellos parten de un marco de referencia que viene dado por el PIB potencial o el tendencial, y estiman el componente cíclico del saldo presupuestario mediante la aplicación de las elasticidades de los ingresos y los gastos públicos respecto a la desviación entre el PIB observado y el potencial o tendencial (*output gap*). A pesar de su utilidad, estos indicadores deben interpretarse con cautela, dado que son muy sensibles a mediciones alternativas del *output gap* y se basan en elasticidades de los ingresos y los gastos públicos, cuyo cálculo no está exento de dificultades. Adicionalmente, el saldo presupuestario se ve afectado por otros factores, además de la posición cíclica de la economía, que no son consecuencia de la actuación discrecional del gobierno, como las variables demográficas, la inflación o los tipos de interés. Sin embargo, los indicadores anteriores solo aíslan las variaciones del saldo público debidas al ciclo, lo que debe tenerse en cuenta a la hora de su interpretación. Por otra parte, estos indicadores no miden el impacto de la política fiscal sobre la actividad, ya que no recogen, entre otros aspectos, su incidencia sobre la oferta, la distribución de la renta, los tipos de interés o la inflación, el efecto diferenciado de los ingresos y los gastos públicos sobre la demanda y la interacción entre las expectativas y la política fiscal.

Un método de cálculo de los componentes cíclicos y discrecionales de las variaciones de los saldos públicos lo proporciona el impulso fiscal, propuesto por el FMI. Para el cálculo de este indicador se suponen elasticidades unitarias de los gastos y los ingresos con respecto al PIB tendencial y al PIB nominal, respectivamente. De este modo, el crecimiento de los gastos que exceda (sea inferior) al crecimiento estimado del PIB tendencial se imputará a una acción expansiva (restrictiva). Igualmente, todo crecimiento de los ingresos por encima (por debajo) del PIB nominal se considerará el resultado de una acción restrictiva (expansiva). La estimación del impulso fiscal para la economía española en el periodo 1995-2000 (véanse cuadro y gráfico) muestra que la reducción del déficit se explica fundamentalmente por factores no cíclicos. Si se elimina la parte correspondiente a la carga de la deuda, el impulso fiscal primario muestra una reducción significativa (de 3,7 puntos), indicativa, con las cautelas antes señaladas, de una acción discrecional restrictiva, ejercida más por la vía de la disminución del gasto público primario que del incremento de los ingresos. En 2000, la caída del déficit se explica en una décima por el efecto del ciclo, en tres décimas por la caída de la carga de intereses, y en cuatro décimas por el efecto del impulso fiscal primario. La descomposición de este último muestra que el ajuste se ejerció, exclusivamente, sobre el gasto primario. Este resultado indicaría un tono ligeramente restrictivo de la política fiscal en 2000.



Indicador de impulso fiscal						% del PIB
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Variación en el déficit	0,5	-1,7	-1,8	-0,6	-1,4	-0,8
Debida a:						
Pagos de intereses	0,5	0,1	-0,6	-0,5	-0,7	-0,3
Impulso fiscal primario (a)	0,2	-1,9	-0,9	0,1	-0,6	-0,4
De ingresos	0,0	-0,5	-0,2	-0,1	-0,4	0,2
De gasto primario	0,2	-1,4	-0,7	0,2	-0,2	-0,6
Efectos cíclicos	-0,2	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1
PRO MEMORIA:						
Saldo de las AAPP	-6,6	-4,9	-3,2	-2,6	-1,2	-0,3
Saldo primario	-1,4	0,4	1,6	1,7	2,4	3,0
Pagos de intereses	5,2	5,3	4,8	4,3	3,6	3,3
Crecimiento PIB real	2,8	2,4	3,9	4,3	4,0	4,1
Output gap (b)	-0,7	-0,9	-0,3	0,3	0,5	0,8

Fuentes: Ministerios de Economía y de Hacienda y Banco de España.

(a) Un signo positivo denota una orientación discrecional expansiva de la política fiscal.

(b) $Output\ gap = (PIB - PIB\ tend.) / PIB\ tend.$ (%). Para el cálculo del PIB tendencial, se ha aplicado un filtro de Hodrick-Prescott con un valor de lambda igual a 10.

por la desviación al alza del IPC en 1999 (pago que se efectuó a principios de 2000) ha pasado a contabilizarse en el año en que se devengó, es decir, en 1999. El gasto en prestaciones por desempleo aumentó en 2000 (por primera vez desde 1993) en un 3,3 %, frente a una disminución del 2,9 % en 1999. No obstante, el número de beneficiarios disminuyó nuevamente en 2000, si bien a un ritmo muy inferior al de 1999 (disminución del 2,7 % en 2000, frente a una caída del 9,5 % en 1999), lo que refleja la ralentización del ritmo de caída del paro registrado. En cualquier caso, la caída del número de beneficiarios fue menor que la del paro registrado, de forma que la tasa de cobertura volvió a subir en 2000 hasta un 64,7 %, frente al 63,5 % de 1999. En ausencia de medidas específicas dirigidas al aumento de esta tasa de cobertura, este hecho podría estar reflejando un mayor acceso al mercado laboral de aquellos colectivos que previamente no eran beneficiarios de las prestaciones por desempleo.

Los intereses efectivos pagados por las Administraciones Públicas han tenido una tasa de crecimiento ligeramente negativa en 2000, disminuyendo su peso respecto al PIB en 0,3 puntos porcentuales. Esta evolución refleja los efectos favorables de los canjes de deuda pública llevados a cabo en los últimos años (y que se han vuelto a realizar en 2000), y que han producido una menor carga de intereses para el futuro. No obstante, el ritmo de caída de los pagos por intereses ha disminuido considerablemente respecto a 1999.

Los gastos de capital han aumentado solo un 0,9 % en 2000, frente al 10,1 % el año anterior. Esto ha supuesto una disminución de 0,3 puntos porcentuales en su peso sobre el PIB. La inversión pública registró un crecimiento del 5,2 % en términos nominales (frente al 7,7 % registrado en 1999); sin embargo, esta tasa de crecimiento se elevaría hasta el 7,4 % si no se incluyeran las adquisiciones netas de activos no financieros no producidos, entre las que figuran (con signo negativo) los ingresos obtenidos en 2000 mediante la concesión de las licencias de telefonía móvil UMTS (4). A esto hay que añadir que buena parte de

(4) Téngase en cuenta que, en términos de Contabilidad Nacional, los ingresos por la venta de los derechos de concesión de las licencias de telefonía móvil figuran como una minoración de los gastos, y concretamente de los gastos de capital. La rúbrica en la que aparecen, con signo negativo, es la de adquisiciones netas de activos no financieros no producidos, junto a, por ejemplo, las adquisiciones netas de terrenos. Esto hace que, al considerar dichas adquisiciones netas de activos no financieros no producidos dentro del total de la inversión pública, el incremento de esta última sea menor.

la política de infraestructuras desarrollada por la Administración Central está siendo canalizada de forma creciente a través de entidades públicas empresariales y sociedades estatales que figuran en la Contabilidad Nacional en el sector de empresas, y no en Administraciones Públicas.

En relación con esto último, hay que destacar que algunos de los programas más importantes de la Administración Central en el campo de la política de infraestructuras, o dentro del Plan Nacional de Investigación Científica, Desarrollo e Innovación Tecnológica, están siendo financiados en los últimos años a través del capítulo de adquisiciones de activos financieros, es decir, fuera del presupuesto de gastos no financieros del Estado. Cabe citar, por ejemplo, referidos al año 2000, las aportaciones patrimoniales al Ente Gestor de Infraestructuras Ferroviarias (123 mm en 2000), la adquisición de acciones de Sociedades de Aguas y de las Sociedades Estatales para la Consolidación y Modernización de Regadíos (56 mm en total) o los préstamos concedidos a entidades empresariales para actividades de desarrollo tecnológico, básicamente en proyectos aeronáuticos y navales (103 mm). Este tipo de actuaciones, que vienen realizándose desde 1997, suponen, pese a no afectar al déficit público de forma inmediata, un mayor nivel de la deuda pública (o una menor reducción de esta). Hay que valorar positivamente, sin embargo, la potenciación mediante esta vía de políticas orientadas al aumento de la dotación de capital físico o tecnológico de la economía española, y, en definitiva, a la convergencia real con los países más avanzados de la UEM. Por otra parte, algunas de estas actuaciones facilitarán la adaptación a las directrices europeas en campos como, por ejemplo, el transporte ferroviario, en el que la creación del GIF se enmarca en la separación entre la gestión de la infraestructura ferroviaria y la prestación del servicio de transporte, lo que puede suponer el primer paso para la introducción de un entorno competitivo en este último sector. Además, la canalización de determinadas actuaciones en infraestructuras a través de entidades empresariales facilita la traslación de parte del coste de dichas infraestructuras a los usuarios de las mismas, también en conformidad con la política comunitaria en esta área. En esta línea, cabría avanzar en el futuro en un mayor desarrollo de las fórmulas de concesión, incorporando en mayor medida al sector privado en la gestión de dichas infraestructuras.

Los favorables resultados obtenidos en la ejecución presupuestaria en el año 2000 han permitido

plantear un objetivo de equilibrio presupuestario para el conjunto de las Administraciones Públicas en el ejercicio de 2001, adelantando en un año la consecución de lo previsto en el Programa de Estabilidad. En la nueva Actualización de dicho Programa, presentada a principios de este año, se contempla alcanzar dicho objetivo mediante una reducción del déficit del Estado al 0,3 % del PIB, un superávit de la Seguridad Social del 0,3 % del PIB y una situación de equilibrio de las Administraciones Territoriales. Los datos disponibles hasta el momento apuntan a que existe margen suficiente para alcanzar esta meta, incluso en el caso de que se confirme una desaceleración del crecimiento económico respecto al 3,6 % inicialmente previsto. Este logro tendrá especial importancia, no solo para el mantenimiento de un clima general de estabilidad económica, sino también para hacer posible una recomposición del gasto público como la prevista en la propia Actualización del Programa de Estabilidad, que contempla un aumento importante de la inversión pública en los próximos años.

La aprobación de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria (y de la Ley Orgánica complementaria a esta última), actualmente en discusión parlamentaria, supondrá reforzar los mecanismos de control del gasto público, tanto en el sector público estatal como en las Administraciones Territoriales. En estas leyes, en su fase de proyecto, se establece el principio de estabilidad presupuestaria, definida esta última, en relación con las Administraciones Públicas, como una situación de equilibrio o superávit en términos de capacidad de financiación. Para la corrección de situaciones de déficit, se establece un mecanismo basado en la presentación por parte del agente correspondiente (Administración Central, Comunidades Autónomas o Corporaciones Locales) de un plan económico-financiero que incluirá la definición de las políticas de ingresos y gastos a aplicar para la corrección de dicha situación a medio plazo. Además, para el caso de las Comunidades Autónomas se refuerza el papel del Consejo de Política Fiscal y Financiera en el establecimiento y supervisión de los objetivos de estabilidad presupuestaria. Todo ello supone una reforma legislativa de gran alcance, que contribuirá a proyectar hacia el futuro la consolidación presupuestaria realizada en los últimos años.

IV.8. LA BALANZA DE PAGOS

La balanza de pagos registró un déficit acumulado por cuenta corriente y de capital de 13.741 mi-

CUADRO IV.3

Balanza de pagos: Resumen Porcentajes del PIB

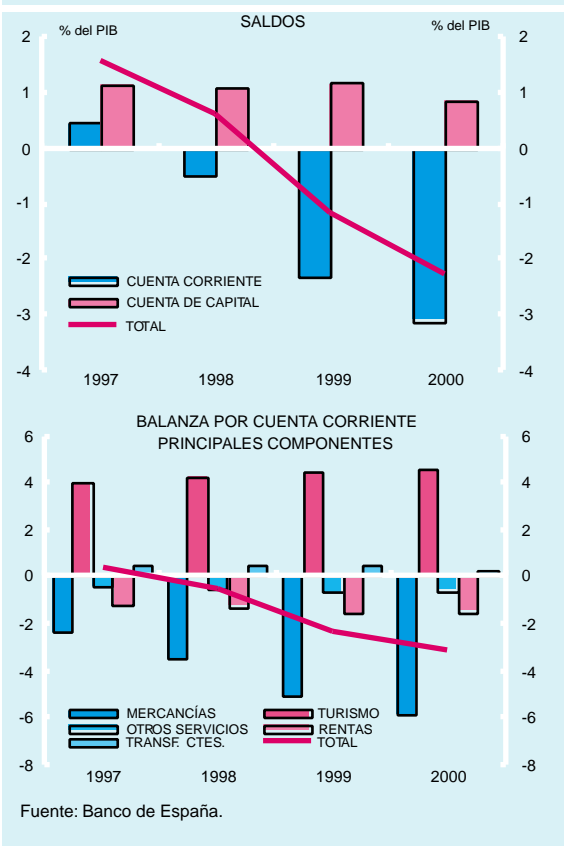
	1997	1998	1999	2000
Ingresos				
Cuenta corriente	31,4	32,2	32,0	34,9
Mercancías	19,1	19,1	18,8	20,6
Servicios	7,9	8,4	8,9	9,6
<i>Turismo</i>	<i>4,8</i>	<i>5,1</i>	<i>5,4</i>	<i>5,6</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>3,1</i>	<i>3,3</i>	<i>3,5</i>	<i>4,0</i>
Rentas	2,3	2,5	2,1	2,7
Transferencias corrientes	2,1	2,2	2,2	2,0
Cuenta de capital	1,3	1,2	1,3	1,0
Pagos				
Cuenta corriente	30,9	32,7	34,4	38,1
Mercancías	21,5	22,6	23,9	26,5
Servicios	4,3	4,7	5,1	5,6
<i>Turismo</i>	<i>0,8</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>1,0</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>3,5</i>	<i>3,8</i>	<i>4,2</i>	<i>4,6</i>
Rentas	3,6	3,8	3,7	4,2
Transferencias corrientes	1,6	1,6	1,7	1,8
Cuenta de capital	0,1	0,1	0,2	0,2
Saldos				
Cuenta corriente	0,5	-0,5	-2,3	-3,1
Mercancías	-2,4	-3,5	-5,1	-5,9
Servicios	3,6	3,7	3,8	4,0
<i>Turismo</i>	<i>4,0</i>	<i>4,2</i>	<i>4,5</i>	<i>4,6</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,5</i>	<i>-0,7</i>	<i>-0,6</i>
Rentas	-1,2	-1,3	-1,6	-1,5
Transferencias corrientes	0,5	0,6	0,5	0,3
Cuenta de capital	1,1	1,1	1,2	0,9
PRO MEMORIA:				
Saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital	1,6	0,6	-1,2	-2,3
Fuente: Banco de España.				

Fuente: Banco de España.

liones de euros en el año 2000, equivalente al -2,3 % del PIB nominal, frente al -1,2 % alcanzado en 1999; esta evolución se explica, básicamente, por el avance del déficit de la balanza comercial, superior en un 24,7 % al registrado el año precedente, y que ascendió al 5,9 % del PIB. Además, se observó una sensible reducción de los saldos positivos de las cuentas de transferencias corrientes y de capital, que disminuyeron un 46,6 % y un 20,4 %, respectivamente, por las menores captaciones de fondos procedentes de la UE. El resto de las sub-balanzas de servicios y de rentas permaneció prácticamente estabilizado, como puede observarse en el cuadro IV.3 y el gráfico IV.15.

Tanto los ingresos como los pagos de la balanza de mercancías registraron tasas de crecimiento nominal elevadas: del 18,2 % y del 19,6 %, respectivamente. El aumento de los pagos vino determinado, en gran medida, por las fuertes alzas experimentadas por los precios internacionales del crudo, que se trasladaron a los precios de importación, con el consiguiente deterioro de la relación real de intercambio. Además, como se ha analizado en los epígrafes precedentes, la avanzada fase de maduración cíclica de la economía española —que fue desacelerando moderadamente su ritmo de crecimiento

GRÁFICO IV.15

Balanza por cuenta corriente y balanza de capital

conforme avanzaba el año— y el extraordinario dinamismo de los mercados exteriores durante todo el ejercicio posibilitaron que el ritmo de crecimiento de las exportaciones, en términos reales, alcanzase y superase al de las importaciones, que dieron síntomas de agotamiento en los meses finales del año. Por último, las ganancias de competitividad de la economía española frente al conjunto de países de fuera de la zona del euro permitieron que se alcanzasen tasas de crecimiento particularmente elevadas de las exportaciones en estas áreas.

El superávit correspondiente a la rúbrica de servicios aumentó de nuevo su participación en el PIB, hasta alcanzar un porcentaje del 4 %. Su saldo continuó dominado por el superávit de turismo, cuyos ingresos crecieron a un ritmo del 10,8 % (frente al 15,5 % de los pagos), cifra que, sin embargo, no reflejó el relativo estancamiento mostrado por los indicadores reales. El fuerte aumento experimentado por los precios del sector turístico en el pasado año afectó, sin duda, a la competitividad de este sector,

sobre todo en la zona euro, aunque una serie de acontecimientos internacionales que tuvieron lugar en distintos lugares de Europa pudo afectar también a los resultados del año. La rúbrica de otros servicios, distintos al turismo, acentuó, en el año 2000, las altas tasas de crecimiento que viene registrando en los últimos ejercicios. Así, sus ingresos y gastos crecieron un 22,9 % y un 18,5 %, respectivamente (frente al 14,7 % y 17,9 % en 1999), y, nuevamente, fueron los sectores relacionados con la información, las comunicaciones y los servicios a las empresas los que dieron muestras de un especial dinamismo.

El saldo de la balanza de rentas se estabilizó, prácticamente, en los niveles alcanzados en el año anterior, que se sitúan en el -1,5 % del PIB. En el año 2000 tuvo lugar una reducción del déficit en el sector crediticio y en el de otros sectores residentes (por el impulso de los ingresos en ambos sectores, reflejo de la toma de activos en el exterior realizada recientemente); no obstante, esta reducción se vio compensada por un crecimiento sustancial del déficit correspondiente a las operaciones de las AAPP. De igual forma, se observó una recomposición de los ingresos netos por rentas, en los que, como ya ocurriera en ejercicios anteriores, ganan peso los rendimientos netos de las inversiones directas y de cartera, en detrimento de los de otras inversiones.

Finalmente, como ya se ha dicho, la sensible reducción observada en el saldo de transferencias corrientes y de capital se explica por la disminución en la captación de Fondos de la UE. Téngase en cuenta que el año 2000 fue el primero del nuevo período de programación de la UE (2000-2006) y, como ya sucediera en los dos primeros años del período anterior, suelen producirse desfases en la elaboración de los programas financiados con cargo a estos fondos, retrasando su disponibilidad hasta ejercicios posteriores.

La economía española volvió a registrar, por tanto, por segundo año consecutivo, una ampliación sustancial del déficit por cuenta corriente y de capital. Este resultado es la consecuencia, a su vez, del desequilibrio existente entre los flujos de ahorro e inversión nacionales, y expresa la necesidad de acudir a fondos exteriores para su financiación. En el capítulo siguiente se procede a analizar, de forma detallada, la instrumentación financiera de esta posición deficitaria.

CAPÍTULO V

LOS FLUJOS, MERCADOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

Por segundo año consecutivo, el ahorro nacional, que, en términos de PIB, permaneció prácticamente estable en los niveles de los cinco años anteriores, resultó insuficiente para financiar el avance de la inversión en nuestro país, por lo que fue preciso recurrir al ahorro generado en el resto del mundo para cubrir el déficit de recursos. La moderada necesidad neta de financiación de la nación, que se cifró en el 2,2 % del PIB, oculta, sin embargo, un recurso bruto a la financiación exterior notablemente mayor, como consecuencia del sensible incremento de la demanda de activos financieros emitidos en el resto del mundo. Tanto las familias, a través, sobre todo, del creciente peso de los activos exteriores en las carteras de los inversores institucionales en los que mantienen participaciones, como, especialmente, las sociedades, que aumentaron su inversión directa y en cartera en el exterior, contribuyeron a la expansión de los intereses financieros españoles fuera de nuestras fronteras. Este proceso de internacionalización ha sido uno de los rasgos más destacados de la evolución de los flujos, mercados e intermediarios financieros en nuestro país durante el pasado año.

Una parte significativa de la financiación requerida para hacer frente a la expansión de la demanda nacional y a la adquisición de activos exteriores fue canalizada a través de los mercados financieros españoles, donde se incrementó la participación de inversores internacionales. Destacan, en este sentido, los mercados bursátiles, que registraron aumentos de su tamaño y actividad, si bien continúan desempeñando un papel limitado en la intermediación de los flujos financieros de la economía española. Los mercados de renta fija, sin embargo, mantuvieron una mayor atonía; y los de derivados experimentaron un cierto retroceso respecto a años anteriores. De este modo, las entidades de depósito reforzaron

su protagonismo en la captación del ahorro preciso para la financiación del consumo y la inversión internos y para facilitar la expansión internacional de las sociedades. Esto se tradujo en el mantenimiento de tasas de crecimiento del crédito bancario al sector privado residente muy elevadas —cercasas al 20 %—, que solo en los primeros meses de 2001 parecen comenzar a mostrar signos de moderación. Dada la escasez relativa de fondos nacionales, fue necesario un nuevo incremento de los pasivos frente al exterior del sistema bancario, que, pese al aumento, en el último año, de las emisiones de valores en los mercados internacionales, continúan adoptando, en gran parte, la forma de empréstitos contraidos con entidades financieras no residentes.

De este modo, la expansión de la economía española y su proceso de internacionalización han propiciado no solo un incremento simultáneo de los activos y pasivos frente al exterior de los sectores residentes, sino también un aumento sensible del endeudamiento de las empresas y las familias en términos de la renta nacional. Ello ha tenido lugar, además, en un contexto donde, tras un largo período de auge de los mercados de valores y de aumento del precio de la vivienda —que han ocasionado una notable expansión de la riqueza—, se han producido, en el último año, descensos en las cotizaciones bursátiles y un crecimiento generalizado de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

Las implicaciones que se derivan de la internacionalización de los flujos financieros y del creciente endeudamiento de las empresas y las familias españolas son complejas. Por un lado, la primera está permitiendo una diversificación geográfica más eficiente de las carteras, de los negocios y de las fuentes de financiación de los agentes nacionales, y debe repercutir, por tanto, en una mejor asignación de

los recursos financieros. Asimismo, la incorporación de España a la UEM, al favorecer la consolidación de un entorno macroeconómico más estable, supuso un cambio estructural en la evolución de la economía española que, previsiblemente, posibilita que los agentes nacionales puedan hacer frente a niveles de endeudamiento más altos que en el pasado. Sin embargo, no deben minusvalorarse ni las implicaciones de la internacionalización sobre la exposición de los agentes nacionales a nuevas fuentes de riesgo, ni los problemas que plantean la velocidad y la intensidad del proceso de expansión del crédito, tanto en lo que se refiere al mantenimiento de los equilibrios que requiere nuestra economía para sostener, en el medio plazo, ritmos de crecimiento satisfactorios como en términos de la vulnerabilidad de la situación patrimonial de los distintos sectores institucionales.

V.1. LAS NECESIDADES DE FINANCIACIÓN Y LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

V.1.1. La cuenta de capital de los sectores institucionales

Por primera vez dentro del dilatado ciclo expansivo que ha experimentado la economía española en la segunda mitad de la pasada década, en el año 1999 se registró una necesidad neta de financiación, como consecuencia del considerable avance de la formación bruta de capital y de la estabilidad del ahorro nacional en porcentaje del PIB. En el año 2000, esta tendencia se intensificó, dado que el ahorro bruto (incluida la rúbrica de transferencias netas de capital) alcanzó un 23,6 % del PIB —solo una décima más que en 1999— y la inversión ascendió hasta el 25,9 % del PIB —1,2 puntos más que el año anterior—, situando la necesidad de financiación de la economía en el 2,2 % del PIB.

Por sectores, las Administraciones Públicas mostraron, de nuevo, un comportamiento diferenciado del resto (véanse gráfico V.1 y cuadro V.1). Las Administraciones Públicas continuaron progresando hacia la consecución del equilibrio financiero, cumpliendo, con creces, los compromisos del Programa de Estabilidad para el año 2000, lo que supuso una reducción de su necesidad de financiación de nueve décimas de PIB, hasta situarla en el 0,3 %. El ahorro del sector mejoró en un porcentaje similar, fruto del dinamismo de los ingresos impositivos y de la contención del consumo público. La formación bruta de

capital fijo de las AAPP se mantuvo estable en porcentaje del PIB.

Por su parte, los hogares e ISFL redujeron su capacidad de financiación en un punto porcentual del PIB, hasta el 1,4 %. Este retroceso fue el resultado combinado de una disminución de su ahorro y de un aumento de la inversión en vivienda residencial. Tal y como se ha descrito en el capítulo anterior, la *ratio* de ahorro sobre renta bruta disponible continuó mostrando una tendencia descendente, a pesar de la disminución de la riqueza financiera neta inducida por los descensos en la valoración de los activos mobiliarios.

El conjunto de las empresas españolas incrementó en un punto porcentual, hasta el 3,3 % del PIB, su necesidad de financiación, producto de la reducción de su ahorro y del aumento de la inversión. Hay que diferenciar, no obstante, entre el comportamiento de las instituciones financieras y el de las empresas no financieras. Las primeras experimentaron, en el año 2000, un aumento de su capacidad de financiación, que alcanzó el 0,7 % del PIB nominal. Las empresas no financieras, por su parte, registraron una necesidad de financiación del 3,9 % del PIB —un punto más que el año anterior—, al progresar la formación bruta de capital fijo hasta el 14,1 % del PIB nominal, si bien esta experimentó una ralentización, en términos reales, con respecto al año anterior.

V.1.2. Los flujos financieros de la economía española

Las cuentas financieras de la economía española proporcionan la información necesaria para analizar tanto la evolución de los activos y pasivos financieros de la economía y de los principales sectores que la componen, como los flujos financieros entre estos últimos. El cuadro V.2 muestra el saldo de las operaciones financieras de los distintos sectores (esto es, la contrapartida de la capacidad o necesidad de financiación que proporcionan las cuentas no financieras (1) y los principales flujos intersectoria-

(1) El saldo de la cuenta de operaciones financieras se denominaba *ahorro financiero neto*, de acuerdo con la nomenclatura utilizada en el SEC/79. En las cuentas financieras, según la metodología SEC/95, dicho saldo ha pasado a denominarse *operaciones financieras netas*. A lo largo de este Informe se utilizan ambas denominaciones de forma indistinta. Asimismo, se utiliza de forma indistinta la nomenclatura de *empresas no financieras y familias*, que venía utilizándose en anteriores informes, y la que corresponde a estos sectores según la metodología del SEC/95: *sociedades no financieras y hogares e instituciones privadas sin fines de lucro (ISFL)*.

Cuentas de utilización de renta, de capital y financiera. Economía nacional
Detalle por sectores

% PIB

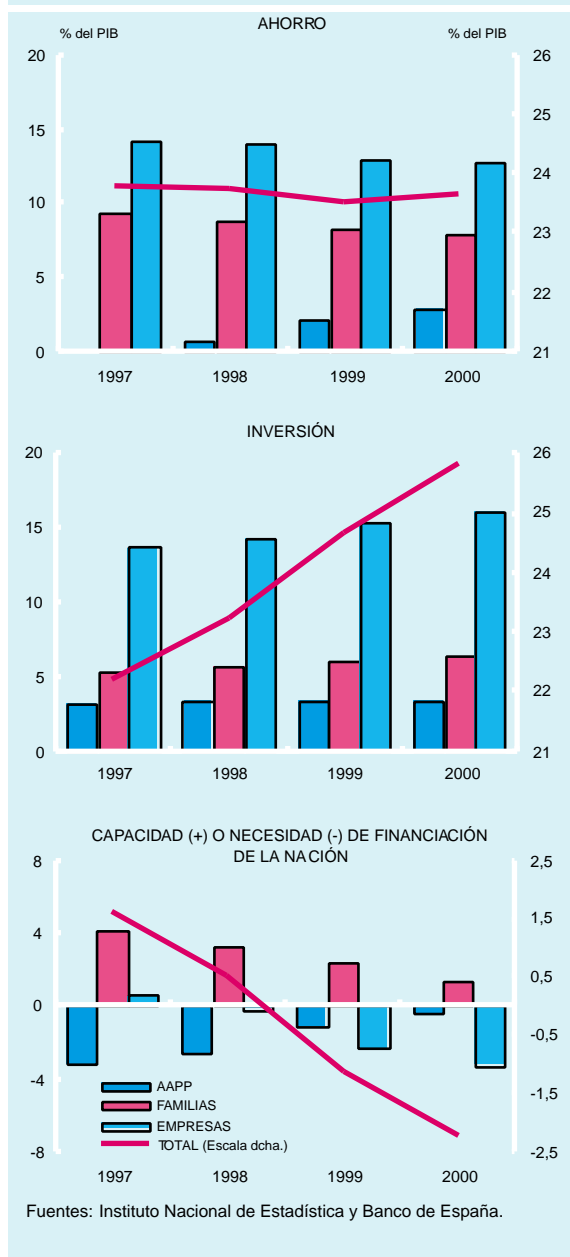
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
1. Renta bruta disponible	100,2	99,6	99,5	99,3	99,0	98,9
Administraciones Públicas	16,2	16,7	18,0	18,7	20,1	20,5
Instituciones financieras	2,1	2,0	1,6	1,8	1,5	1,7
Sociedades no financieras y hogares e ISFL	81,8	81,0	79,8	78,8	77,3	76,7
<i>Hogares e ISFL</i>	69,5	69,1	68,2	67,5	66,8	66,5
<i>Sociedades no financieras</i>	12,3	11,9	11,7	11,4	10,5	10,2
2. Consumo	77,9	77,6	76,8	76,7	76,7	76,4
Administraciones Públicas	18,1	17,9	17,6	17,5	17,3	17,1
Hogares e ISFL	59,8	59,6	59,3	59,2	59,3	59,4
3. Ahorro Nacional Bruto (1 - 2)	22,3	22,1	22,6	22,6	22,3	22,4
Administraciones Públicas	-1,8	-1,2	0,4	1,2	2,8	3,4
Instituciones financieras	1,8	1,6	1,3	1,5	1,0	1,3
Sociedades no financieras y hogares e ISFL	22,4	21,7	20,9	19,9	18,5	17,7
<i>Hogares e ISFL</i>	10,1	9,9	9,2	8,5	8,0	7,6
<i>Sociedades no financieras</i>	12,3	11,9	11,7	11,4	10,5	10,2
4. Formación bruta de capital (a)	21,3	20,8	21,0	22,1	23,5	24,7
Administraciones Públicas	4,8	3,7	3,6	3,8	3,9	3,8
Instituciones financieras	0,8	0,6	0,6	0,4	0,5	0,6
Sociedades no financieras y hogares e ISFL	15,7	16,6	16,8	17,9	19,0	20,3
<i>Hogares e ISFL</i>	4,8	5,1	5,0	5,3	5,6	6,2
<i>Sociedades no financieras</i>	10,9	11,5	11,8	12,6	13,4	14,1
5. Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación (3 - 4)	1,0	1,2	1,6	0,5	-1,1	-2,2
Administraciones Públicas	-6,6	-4,9	-3,2	-2,6	-1,2	-0,3
Instituciones financieras	1,0	1,0	0,7	1,1	0,5	0,7
Sociedades no financieras y hogares e ISFL	6,7	5,1	4,0	2,0	-0,5	-2,5
<i>Hogares e ISFL</i>	5,3	4,8	4,2	3,2	2,4	1,4
<i>Sociedades no financieras</i>	1,4	0,4	-0,2	-1,3	-2,9	-3,9
6. Operaciones financieras netas (7 - 8)	1,0	1,2	1,6	0,5	-1,1	-2,2
Administraciones Públicas	-6,6	-4,9	-3,2	-2,6	-1,2	-0,3
Instituciones financieras	1,0	1,0	0,7	1,1	0,5	0,7
Sociedades no financieras y hogares e ISFL	6,7	5,1	4,0	2,0	-0,5	-2,5
<i>Hogares e ISFL</i>	6,2	5,3	4,6	3,3	1,8	0,5
<i>Sociedades no financieras</i>	0,5	-0,1	-0,5	-1,3	-2,3	-3,1
7. Operaciones financieras (activos)	35,7	43,1	43,3	50,1	52,4	48,7
Administraciones Públicas	1,5	3,7	0,5	1,4	1,7	1,6
Instituciones financieras	17,1	20,2	21,4	24,2	22,3	20,7
Sociedades no financieras y hogares e ISFL	17,2	19,2	21,4	24,5	28,4	26,4
<i>Hogares e ISFL</i>	9,4	9,2	9,9	10,2	9,8	9,1
<i>Sociedades no financieras</i>	7,8	10,0	11,4	14,3	18,5	17,2
8. Operaciones financieras (pasivos)	34,7	41,9	41,6	49,6	53,6	49,8
Administraciones Públicas	8,1	8,6	3,7	4,0	2,9	2,7
Instituciones financieras	16,1	19,2	20,7	23,1	21,8	20,3
Sociedades no financieras y hogares e ISFL	10,5	14,1	17,3	22,5	28,9	26,8
<i>Hogares e ISFL</i>	3,3	3,9	5,4	6,9	8,1	7,5
<i>Sociedades no financieras</i>	7,3	10,2	12,0	15,6	20,8	19,3

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Incluye la variación de existencias y adquisiciones netas de objetos valiosos y de activos no financieros no producidos (sumando) y las transferencias netas de capital (restando).

GRÁFICO V.1

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



les. Antes de analizar con detalle la evolución de estos flujos, conviene comentar brevemente los procesos más significativos que, a la luz de este cuadro, han estado desarrollándose recientemente en la economía española.

El principal aspecto que pone de manifiesto el análisis intersectorial es el creciente proceso de internacionalización de los flujos financieros en la economía española. Por un lado, el sector de las AAPP ha venido obteniendo un volumen creciente de financiación del resto del mundo. Este proceso, que

comenzó en el año 1999, se instrumentó, principalmente, mediante la venta de valores públicos a no residentes por parte de las entidades de crédito y los inversores institucionales nacionales. Por otro lado, estos últimos incrementaron su posición acreedora neta frente al resto del mundo. Finalmente, la evolución de los saldos frente a no residentes de las instituciones de crédito y de las sociedades no financieras es, como se comentará más adelante, el resultado de crecientes flujos brutos de fondos desde y hacia el exterior.

Son, asimismo, destacables, la tendencia decreciente del ahorro financiero neto de las familias y el proceso de reintermediación, en los dos últimos años, de sus flujos financieros a través de las entidades de crédito, tras un período en el que canalizaron su ahorro, preferentemente, hacia los inversores institucionales. No obstante, como se comentará más adelante, algunos de los instrumentos emitidos por estos últimos (como los fondos de inversión internacionales, la modalidad de seguros de vida conocida como *unit linked* y los fondos de pensiones) han continuado captando una porción muy significativa de ahorro de las familias en los dos últimos años.

V.1.3. Los flujos financieros de los hogares y las sociedades no financieras

En el año 2000, el ahorro financiero neto de los hogares e instituciones privadas sin fines de lucro (ISFL) se redujo nuevamente hasta el 0,5 % del PIB (véase cuadro V.2), el mínimo de las últimas décadas. La tendencia descendente observada desde la mitad de los años noventa ha venido determinada por la relativa estabilidad de la adquisición de activos financieros, en términos del PIB, y por un proceso de fuerte acumulación de pasivos (véase gráfico V.2), asociado al crecimiento de la inversión en vivienda. Hasta 1999, este comportamiento respondía a un intenso proceso de revalorización de los activos, además de a la fase expansiva de la economía española y a la disponibilidad de unas condiciones monetarias y financieras favorables para la expansión del gasto y del endeudamiento. El incremento del valor de la riqueza financiera, junto con la elevación del precio de la vivienda, han dado lugar a un crecimiento del patrimonio neto del sector en los últimos años, que ha mejorado sus expectativas sobre su capacidad futura de gasto, desincentivando, consecuentemente, el ahorro. Asimismo, el entorno de mayor estabilidad macroeco-

Operaciones financieras netas y flujos intersectoriales

% PIB

	OPERACIONES FINANCIERAS NETAS					
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Economía nacional	1,0	1,2	1,6	0,5	-1,1	-2,2
Sociedades no financieras y hogares e ISFL	6,7	5,1	4,0	2,0	-0,5	-2,5
Sociedades no financieras	0,5	-0,1	-0,5	-1,3	-2,3	-3,1
Hogares e ISFL	6,2	5,3	4,6	3,3	1,8	0,5
Instituciones financieras	1,0	1,0	0,7	1,1	0,5	0,7
Administraciones Públicas	-6,6	-4,9	-3,2	-2,6	-1,2	-0,3
	FLUJOS INTERSECTORIALES (a)					
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Hogares e ISFL	6,2	5,3	4,6	3,3	1,8	0,5
Frente a:						
Instituciones de crédito (b)	2,0	-2,7	-6,7	-4,5	0,3	-0,6
Inversores institucionales (c)	3,1	8,8	10,9	7,7	1,1	0,3
Sociedades no financieras	0,5	-0,1	-0,5	-1,3	-2,3	-3,1
Frente a:						
Instituciones de crédito (b)	-1,3	-0,3	-3,2	-4,3	-3,7	-6,2
Resto del mundo	-0,3	0,4	1,7	0,5	-0,5	0,7
Administraciones Públicas	-6,6	-4,9	-3,2	-2,6	-1,2	-0,3
Frente a:						
Instituciones de crédito (b)	-3,1	-0,4	1,4	1,4	1,4	2,2
Inversores institucionales (c)	0,5	-5,9	-3,9	-2,6	1,7	3,5
Resto del mundo	-3,4	-0,2	-2,0	-1,1	-4,3	-6,0
Resto del mundo	-1,0	-1,2	-1,6	-0,5	1,1	2,2
Frente a:						
Instituciones de crédito (b)	-2,8	0,9	2,8	7,2	2,2	5,2
Inversores institucionales (c)	-0,5	-0,9	-2,6	-6,3	-3,5	-5,7
Sociedades no financieras	0,3	-0,4	-1,7	-0,5	0,5	-0,7
Administraciones Públicas	3,4	0,2	2,0	1,1	4,3	6,0

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 1ª Directiva bancaria.

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

nómica que ha acompañado a la incorporación de España a la Unión Monetaria y el crecimiento del empleo han contribuido, también, a fortalecer la confianza de las economías domésticas, reduciendo así el ahorro por motivo de precaución.

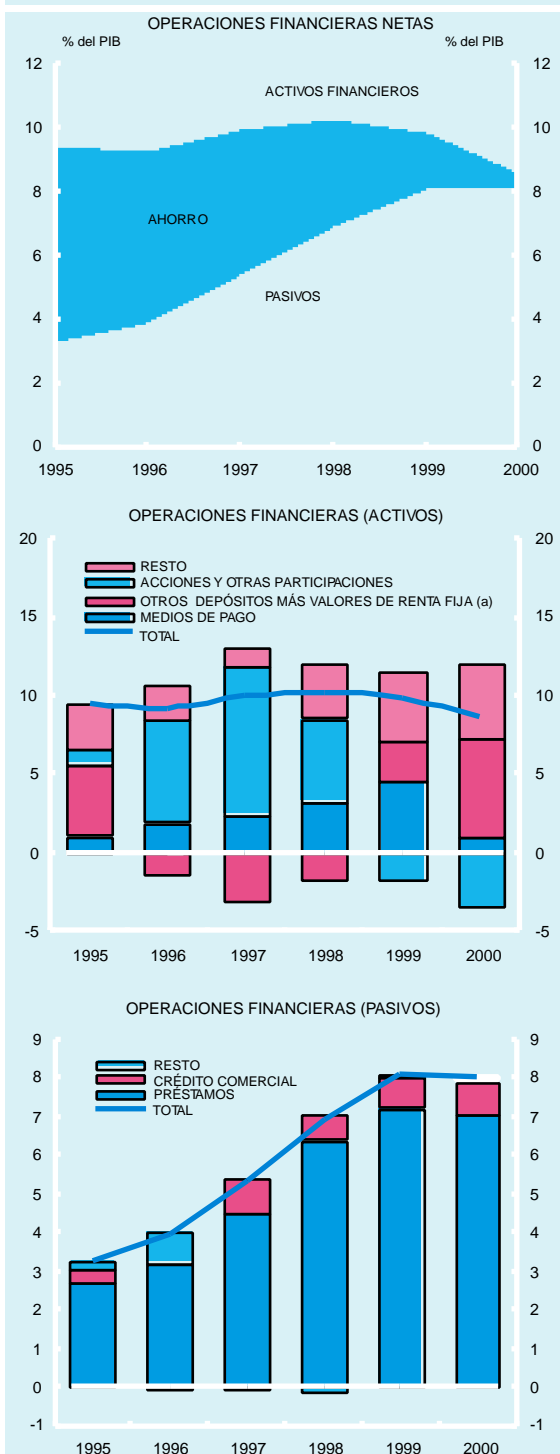
Sin embargo, este marco ha comenzado a modificarse algo durante el año 2000, debido a una serie de factores que podrían propiciar un cambio de tendencia en el ahorro financiero de los hogares. Entre ellos figuran la moderación del ritmo de crecimiento económico, el aumento de los tipos de interés que ha acompañado al cambio en el tono de la política

monetaria única a lo largo del año y, sobre todo, la pérdida de valor de la riqueza, como consecuencia de la evolución del precio de los activos financieros.

Por componentes, la adquisición neta de activos financieros se redujo durante el año 2000 (véanse cuadro V.3 y gráfico V.2), probablemente en favor de la inversión en activos reales, cuya rentabilidad, medida a través del crecimiento anual del precio de la vivienda tasada, ha mostrado una tendencia creciente en los tres últimos años (véase gráfico V.3). Entre los activos financieros, los depósitos a plazo y las cesiones temporales fueron los que experimentaron ma-

GRÁFICO V.2

Operaciones financieras de los hogares e ISFL



Fuente: Banco de España.

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

rés de los depósitos a plazo a las modificaciones de la política monetaria del Eurosistema, la mayor equiparación en el tratamiento fiscal de los pasivos bancarios tradicionales con otros activos financieros y, en particular, la reducción de la fiscalidad de las imposiciones a más de dos años, realizada en 1999, contribuyeron al aumento de los depósitos a plazo. Por el contrario, la suscripción de participaciones en fondos de inversión de renta fija nacionales experimentó un fuerte retroceso, que no afectó, sin embargo, a los fondos de renta variable e internacionales. Por último, las aportaciones a planes de pensiones y seguros —incluidos en la rúbrica *resto*— fueron importantes en el conjunto del año, disminuyendo, sin embargo, su cuantía en los dos últimos trimestres, como resultado de un cierto agotamiento de la demanda de la modalidad de seguros de vida conocida como *unit-linked*.

La financiación obtenida por el sector de hogares e ISFL continuó creciendo a tasas elevadas durante el año 2000 (véanse el cuadro V.3 y el gráfico V.2). No obstante, el incremento en el coste del crédito bancario y la pérdida de vigor de la fase expansiva del ciclo económico han contribuido a moderar la demanda de financiación en el período más reciente, si bien los préstamos para la adquisición de vivienda han continuado creciendo a un ritmo elevado. A ello podría estar contribuyendo, entre otros factores, el hecho de que los tipos de interés de estos créditos son los que han experimentado un incremento menor, como consecuencia del elevado nivel de competencia que existe entre las entidades bancarias en este segmento del mercado.

Por lo que respecta a las sociedades no financieras, el ahorro financiero neto continuó disminuyendo en el año 2000, hasta situarse en -3,1 % del PIB (véase cuadro V.2), al ampliarse la brecha entre la formación bruta de capital y el ahorro bruto del sector. Esta necesidad de financiación se vio incrementada por las adquisiciones de empresas extranjeras, que se materializaron en un considerable aumento de la cartera de acciones y otras participaciones. Si se computa, junto a la formación bruta de capital, la cartera de acciones extranjeras —que, en la mayoría de los casos, constituyen una inversión de carácter permanente en equipo capital ya instalado—, la diferencia entre el ahorro bruto y la inversión real y financiera de carácter permanente se incrementa hasta el 13 % del PIB, cuatro puntos por encima del valor alcanzado en 1999 (véanse gráfico V.4). Las cifras del último año están, no obstante,

yor dinamismo en el año 2000, en detrimento de las participaciones en fondos de inversión y de los medios de pago. La rápida respuesta de los tipos de inte-

Sociedades no financieras y hogares e ISFL
Operaciones financieras

% PIB

	Sociedades no financieras			Hogares e ISFL		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000
Operaciones financieras netas	-1,3	-2,3	-3,1	3,3	1,8	0,5
Operaciones financieras (Activos)	14,3	18,5	28,2	10,2	9,8	8,6
Efectivo y depósitos transferibles	1,5	0,7	0,9	1,3	2,3	0,6
Otros depósitos	0,2	-1,3	1,0	0,6	4,4	6,5
Del cual:						
<i>Resto del mundo</i>	1,6	-1,4	-0,2	0,8	0,6	0,6
Valores distintos de acciones	0,2	1,1	0,2	-0,4	0,5	0,2
Acciones y otras participaciones	3,0	8,6	14,3	5,3	-1,8	-3,4
Del cual:						
<i>Participaciones en fondos de inversión</i>	0,6	0,2	-0,1	5,1	-1,8	-3,7
Reservas técnicas de seguro	0,2	0,3	0,3	2,5	3,3	3,7
Créditos y otros	9,2	9,1	11,5	0,9	1,2	1,1
Operaciones financieras (Pasivos)	15,6	20,8	31,3	6,9	8,1	8,0
Valores distintos de acciones	-0,1	0,5	-0,4			
Acciones y otras participaciones	2,7	5,3	12,4			
Préstamos	6,5	8,4	11,1	6,4	7,2	7,1
Del cual:						
<i>Instituciones de crédito</i>	4,7	4,9	6,8	5,9	6,5	6,9
<i>Resto del mundo</i>	1,7	3,0	3,3	0,0	0,0	0,0
Crédito comercial	6,6	6,3	8,2	0,7	0,8	0,9
Reservas técnicas de seguro y otros	-0,1	0,3	0,0	-0,2	0,1	0,1

Fuente: Banco de España.

influidas por reorganizaciones de grupos multinacionales, que implican movimientos de naturaleza puramente contable en sus filiales españolas.

Por componentes, se produjo un aumento muy pronunciado de la adquisición de activos financieros por parte de este sector (véanse cuadro V.3 y gráfico V.4), debido a varias operaciones que involucraron a grandes empresas españolas. Una parte importante de este aumento viene explicada por la adquisición de empresas y la financiación a filiales en el extranjero —incluidos en las rúbricas *acciones y otras participaciones* y *resto*, en el gráfico V.7—, una porción menor corresponde a financiación a clientes, y una parte muy reducida son medios de pago, otros depósitos y valores de renta fija.

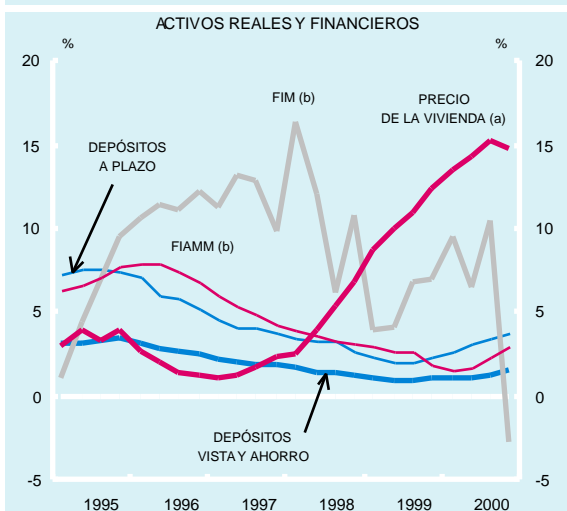
La financiación de las adquisiciones de empresas extranjeras, de la formación bruta de capital y del resto de inversiones financieras supuso un fuerte crecimiento de los pasivos de las sociedades no financieras en el año 2000 (véanse cuadro V.3 y gráfico V.4), que se materializó en un incremento tanto de los recursos propios como de los recursos aje-

nos. El volumen captado a través de ampliaciones de capital y, en menor medida, de los préstamos del resto del mundo se incrementó de forma significativa (véase cuadro V.3). Por otro lado, aunque las emisiones de valores de renta fija fueron negativas en términos netos, es preciso tener en cuenta que gran parte de las realizadas se canalizaron a través de filiales en el extranjero de empresas españolas (véase recuadro V.1), de modo que no quedan reflejadas en la información relativa a las emisiones de la matriz residente.

Los fondos obtenidos de las entidades de crédito residentes experimentaron también un notable incremento durante el pasado año, habiendo influido en la evolución de esta variable la necesidad de financiar la adquisición de licencias UMTS en Europa. En el año 2000, los sectores empresariales que acudieron con mayor intensidad a la financiación bancaria fueron los servicios y la construcción, cuya demanda de crédito mantuvo un ritmo de crecimiento en el entorno del 20 %. Por el contrario, los préstamos a la industria, excluida la construcción, experimentaron un avance mucho más moderado.

GRÁFICO V.3

Evolución de distintas rentabilidades



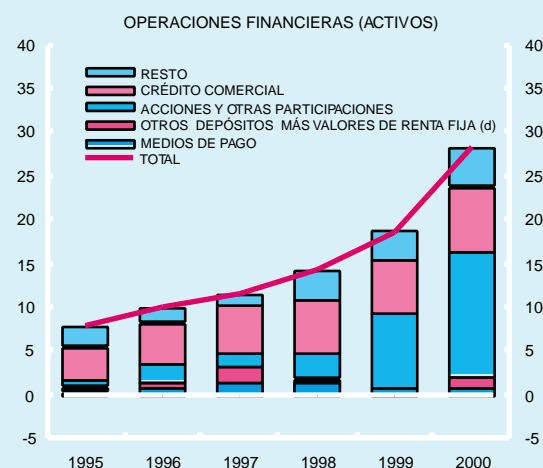
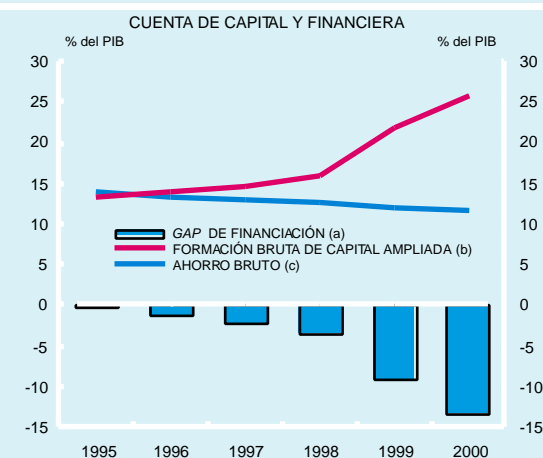
V.1.4. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

El ahorro financiero neto de las AAPP, todavía negativo el pasado año, continuó reduciéndose, en términos absolutos, hasta situarse en $-0,3$ % del PIB (véase gráfico V.5). El descenso en las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas se reflejó en la evolución de sus pasivos, que aumentaron en una cuantía inferior a la de años anteriores, al tiempo que se mantuvo el incremento de los activos. La disminución en el déficit de las Administraciones Públicas registrada en los últimos años ha sido el resultado de una reducción en las necesidades financieras de todos los ámbitos del sector público (véase gráfico V.5). No obstante, en 2000 solo la Administración Central y la Seguridad Social contribuyeron a la favorable evolución de la situación financiera del sector.

La emisión de valores mantuvo el año pasado la trayectoria descendente de los últimos cinco años. Las emisiones netas siguieron disminuyendo, manteniéndose en niveles negativos las correspondientes a instrumentos de corto plazo. Asimismo, se produjeron amortizaciones anticipadas y canjes de valores del Estado emitidos en el pasado a tipos de interés más elevados, por emisiones recientes con una rentabilidad más reducida. Como resultado de esta estrategia de reestructuración del perfil de vencimientos, la participación de la deuda a largo plazo en el

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 la variación de existencias y la renta variable en el exterior.

(c) Incluye las transferencias de capital.

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

Evolución reciente de la financiación de las empresas no financieras españolas con valores de renta fija

Tradicionalmente, las empresas no financieras españolas cubrían el grueso de su financiación ajena mediante el recurso al préstamo bancario, mientras que la emisión de valores de renta fija era residual. Así, por ejemplo, a finales de 1998 la financiación crediticia era más de nueve veces superior al saldo vivo de la deuda emitida por dichas empresas y por sus filiales en el extranjero. En este contexto, algunos cambios ocurridos a partir de 1999, que crearon un clima más favorable para la emisión de deuda privada, auguraban un mayor desarrollo de estos mercados en España. Así, se equiparó el régimen fiscal para las emisiones de renta fija privada con el de la deuda emitida por el Estado y, en el marco operativo de la política monetaria única, se incluyeron títulos de renta fija privada en las listas de activos de garantía para las operaciones del Eurosistema. Adicionalmente, la reducción en las emisiones netas del Tesoro como consecuencia de las menores necesidades de financiación del déficit público abrió nuevas oportunidades a las emisiones del resto de sectores. Al mismo tiempo, la mayor estabilidad de la economía española y la menor rentabilidad nominal de los activos de menor riesgo contribuían a desplazar el interés de los inversores hacia activos de mayor rentabilidad esperada, como es el caso de los títulos de renta fija privada. Finalmente, se introdujeron cambios regulatorios que simplificaron y abarataron los procesos de emisión de valores de deuda de las empresas.

Emisiones de renta fija de empresas no financieras españolas

Millones de euros y unidades

	1998	1999	2000
Emisiones netas (millones de euros)	823	12.967	11.159
Empresas residentes	-31	3.480	25
A corto plazo (a)	547	1.671	-1.196
A medio y largo plazo	-578	1.809	1.221
Filiales en el extranjero	854	9.487	11.134
Saldos vivos (millones de euros)	19.837	33.709	44.855
Empresas residentes	14.327	18.032	18.105
A corto plazo (a)	3.070	4.741	3.545
A medio y largo plazo	11.257	13.291	14.560
Filiales en el extranjero	5.510	15.677	26.750
Nº emisores activos (b) (c)	9	11	12
Empresas residentes	9	10	7
A corto plazo (a)	6	5	4
A medio y largo plazo	5	8	6
Filiales en el extranjero (c)	2	4	6

Fuentes: CNMV y Banco de España.

(a) Emisiones de pagarés registradas en la CNMV.

(b) Por emisores activos se entiende aquellos cuyas emisiones netas son positivas.

(c) Todas las filiales de un empresa residente junto con su matriz se contabilizan como un solo emisor.

En este contexto, resulta relevante analizar la evolución reciente de la financiación mediante la emisión de valores de renta fija por parte de las empresas no financieras españolas y evaluar hasta qué punto el endeudamiento con estos valores contribuye a aumentar la desintermediación, al sustituir préstamos bancarios.

Para ello, conviene distinguir entre las empresas residentes y sus filiales en el extranjero. En efecto, algunas grandes empresas españolas disponen de filiales que realizan emisiones de deuda en los mercados internacionales y, posteriormente, redistribuyen los fondos obtenidos entre las empresas del grupo. De acuerdo con la información que aparece en el cuadro adjunto, este tipo de emisiones ha crecido fuertemente en importancia durante 1999 y 2000, de tal manera que su saldo vivo se estima que casi se ha multiplicado por cinco en solo dos años, y, a finales de 2000, superaba al de las colocaciones de títulos de renta fija realizadas directamente por las empresas matrices (1). El fuerte aumento de estas emisiones se ha concentrado en las filiales de un reducido número de empresas. Concretamente, los volúmenes netos de fondos obtenidos por las filiales de tan solo tres empresas explican más del 90% de las emisiones netas en el exterior de los dos últimos años (2).

En cuanto a las emisiones realizadas por las empresas residentes, su saldo ha crecido de forma mucho más moderada (véase cuadro adjunto), registrando los importes netos valores positivos en los dos últimos años, después de haber sido negativos durante los anteriores. No obstante, el análisis agregado esconde un comportamiento diferenciado entre dos tipos de sociedades. Por una parte, se encuentra un reducido grupo de empresas (concretamente, trece) que obtuvieron una financiación neta positiva en los mercados de renta fija durante el periodo acumulado 1999-2000. De ellas, las cuatro principales explican más del 75 % del volumen total. Por el contrario, la gran mayoría de las sociedades que tenían valores emitidos a finales de 1998 (setenta) no ha obtenido nueva financiación mediante el recurso a los mercados de renta fija e, incluso, la emisión neta de muchas de ellas (cuarenta y una) fue negativa. Asimismo, tampoco se ha observado la incorporación de un número significativo de nuevos emisores.

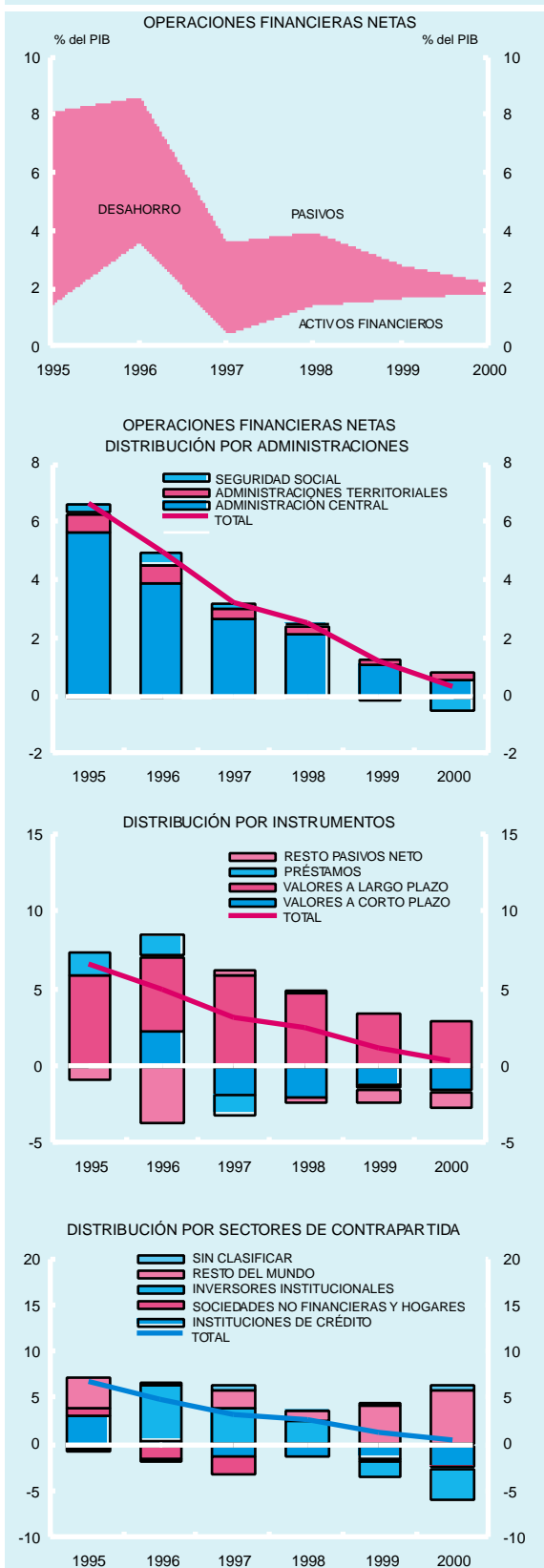
En conclusión, la información disponible sugiere que el fuerte aumento de las emisiones de renta fija se ha concentrado en un reducido número de grandes empresas que, coyunturalmente, han necesitado elevados volúmenes de financiación. Esta evolución indica que, a pesar de que diversos factores han generado un contexto más propicio para la actividad emisora de estos valores durante los dos últimos años, otros factores de índole estructural de muy lenta evolución, tales como la estructura de la industria nacional, los problemas de asimetría informativa o la política de inversiones de la banca española, continúan limitando el desarrollo de este mercado.

(1) La información referente a las emisiones de las filiales se basa en una estimación provisional sujeta a revisión. Los saldos de los valores emitidos por las filiales son, probablemente, superiores a los que aparecen en el cuadro.

(2) Se trata de empresas que han tenido unas elevadas necesidades de financiación derivadas de los procesos de expansión internacional en los que se encuentran inmersas y de los costes de la adquisición de las licencias de UMTS.

GRÁFICO V.5

Operaciones financieras de las Administraciones Públicas



Fuente: Banco de España.

conjunto de pasivos de las Administraciones Públicas se ha incrementado en casi 20 puntos porcentuales en los últimos cinco años, situándose en el 85 %, a finales del año 2000. En ese momento, la vida media de la deuda del Estado se encontraba por encima de 5,5 años.

Al analizar las fuentes de financiación de las AAPP en el año 2000, se observa una intensificación del proceso de sustitución de fondos procedentes de sectores residentes por aportaciones del resto del mundo. Así, tanto los inversores institucionales como las entidades de crédito, que habían absorbido la mayor parte de las emisiones de valores públicos hasta 1998, han reducido notablemente e, incluso, cambiado el signo del saldo neto de sus operaciones financieras con las AAPP en los dos últimos años (véase gráfico V.5), al tiempo que los inversores no residentes aumentaron la adquisición neta de deuda pública española, dentro, todo ello, de un proceso de creciente diversificación internacional de carteras tras el inicio de la Unión Monetaria.

V.1.5. La inversión y la financiación exterior de la economía española

Como ya se ha señalado, en el año 2000 el saldo neto de las operaciones financieras de la economía española con el resto del mundo fue negativo por segundo año consecutivo, habiéndose producido un incremento en la necesidad de financiación de la nación, desde el 1,1 % del PIB en 1999, al 2,2 %. La información recogida en las cuentas financieras indica que este saldo neto negativo es el resultado de un incremento importante en la acumulación tanto de activos como de pasivos frente al exterior (véase cuadro V.4). Esto revela la creciente internacionalización de las decisiones de inversión y financiación de los sectores residentes, propiciada por la liberalización de los movimientos de capital y la participación en la Unión Económica y Monetaria.

La inversión en activos exteriores experimentó un crecimiento extraordinario en el año 2000, tras tres años consecutivos de aumentos. El incremento se materializó, sobre todo, en acciones y otras participaciones adquiridas por sociedades no financieras —en especial, multinacionales españolas— e inversores institucionales. En los cuatro últimos años, el volumen alcanzado por este tipo de adquisiciones

Operaciones financieras de la nación

% PIB

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Operaciones financieras netas	1,0	1,2	1,6	0,5	-1,1	-2,2
Operaciones financieras (activos)	6,5	6,5	9,6	12,8	15,2	24,9
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0
Efectivo y depósitos	5,2	1,3	1,3	3,2	1,8	2,9
Sistema crediticio	3,6	0,0	-1,5	0,0	3,7	2,6
Otros sectores residentes	1,6	1,3	2,7	3,2	-1,9	0,3
Valores distintos de acciones	-0,9	3,3	3,6	3,4	2,8	3,8
Sistema crediticio	-1,0	2,8	1,9	-1,4	-0,9	-0,3
Otros sectores residentes	0,1	0,5	1,6	4,8	3,7	4,1
Acciones y otras participaciones	0,7	1,0	2,9	4,4	9,8	15,1
Sistema crediticio	0,2	0,0	0,5	0,4	0,5	2,0
Otros sectores residentes	0,5	1,0	2,4	4,0	9,4	13,1
Del cual:						
Sociedades no financieras	0,4	0,9	1,6	2,2	6,9	10,2
Créditos	1,5	0,9	1,9	1,9	0,9	3,1
Sistema crediticio	0,5	0,0	0,8	0,2	-0,1	0,5
Otros sectores residentes	1,0	0,9	1,1	1,7	1,0	2,5
Operaciones financieras (pasivos)	5,5	5,3	8,0	12,3	16,3	27,1
Depósitos	0,4	3,4	4,4	6,0	4,2	7,4
Del cual:						
Sistema crediticio	0,4	3,4	4,4	5,9	4,1	7,3
Valores distintos de acciones	3,0	0,5	2,2	1,0	5,5	7,0
Sistema crediticio	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,9	0,8
Administraciones Públicas	3,1	0,4	2,1	1,0	4,3	5,7
Otros sectores residentes	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,5
Acciones y otras participaciones	1,5	1,0	1,0	2,9	3,9	9,0
Sistema crediticio	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,3	1,6
Otros sectores residentes	1,3	0,9	1,2	2,8	3,6	7,4
Créditos	1,2	1,0	1,1	3,0	4,1	4,9
Administraciones Públicas	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,1
Otros sectores residentes	1,0	1,0	1,2	2,9	4,1	4,9
Otros neto (a)	-0,6	-0,6	-0,9	-0,6	-1,3	-1,2

Fuente: Banco de España.

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

—que incluye la mayor parte de la inversión directa y aquella inversión en cartera que se materializa en acciones y participaciones— representa un 30 % del PIB. En 1998 y 1999, el principal destino geográfico de las inversiones exteriores fue Latinoamérica. En cambio, en el año 2000 se redujo el flujo de inversión en Latinoamérica y aumentó el dirigido a la Unión Europea, que pasó a convertirse en la principal destinataria de estos fondos.

Durante este último año, la economía española acumuló también un volumen muy significativo de

pasivos frente al resto del mundo, que se ha materializado en diversas rúbricas. Se produjo un flujo importante de capital hacia España en forma de adquisiciones de acciones de empresas españolas, que está, en parte, relacionado con operaciones de canje motivadas por la adquisición de empresas extranjeras (y con reorganizaciones de grupos empresariales transnacionales). El sector privado no financiero obtuvo, asimismo, un volumen importante de préstamos procedentes del resto del mundo, cuyo destino fundamental fue la financiación de la inversión real y financiera de las empresas no financie-

ras. La adquisición de valores emitidos por las AAPP por parte de no residentes cobró, como ya se ha señalado, un nuevo impulso durante el año 2000, continuando así la tendencia iniciada en 1999. Finalmente, como se explica en la sección V.4, las entidades de crédito incrementaron nuevamente sus pasivos frente a no residentes materializados en forma de depósitos o préstamos. Parte de estos fondos constituyen dotaciones y transferencias procedentes de entidades del mismo grupo financiero, que aprovechan, así, las posibilidades que ofrece la existencia de un mercado interbancario de ámbito europeo.

V.2. LOS MERCADOS FINANCIEROS ESPAÑOLES

Los mercados financieros españoles se encuentran inmersos en un proceso de transformación, alentado por la creciente internacionalización de la actividad financiera y por el aumento de la competencia entre los centros de negociación. Su actividad en el año 2000, que se desarrolló en un contexto de gran volatilidad en las cotizaciones, particularmente en el segmento bursátil, estuvo condicionada por la evolución de las necesidades de financiación de los sectores residentes, comentada en la sección anterior. En líneas generales, se redujo su papel como canalizadores directos de fondos desde los ahorradores últimos a los inversores finales en favor de los intermediarios financieros (a cuya evolución se dedica la sección V.4). Sin embargo, este desarrollo es el resultado de la trayectoria dispar de los mercados de renta variable y de renta fija, habiendo registrado los primeros avances notables, tanto en términos de emisiones como de negociación en el mercado secundario.

V.2.1. Los mercados primarios

Las elevadas necesidades de financiación de los distintos sectores de la economía española tuvieron un impacto desigual en los mercados primarios de valores. En los de renta variable, las emisiones netas fueron de 28,4 mm de euros, lo que supone un máximo histórico y representa más de tres veces el volumen alcanzado el año anterior. Por el contrario, las emisiones netas de valores de renta fija fueron de 15,9 mm de euros, un registro relativamente reducido, que contrasta con el intenso crecimiento que se produjo en 1999. Como resultado de todo

ello, la financiación total obtenida en los mercados nacionales por parte de los sectores residentes se redujo a 44,2 mm de euros, frente a los 58,1 mm de euros de 1999 (véase cuadro V.5).

En los mercados de renta variable, las ampliaciones de capital se concentraron en un reducido número de empresas cotizadas con elevadas necesidades de financiación derivadas, en muchos casos, de los procesos de expansión internacional y de las fusiones y adquisiciones realizadas, y, en otros, de los costes de la adquisición de las licencias de UMTS. Las emisiones realizadas por cuatro empresas no financieras y dos entidades de crédito explican casi el 90 % del volumen total de emisiones de renta variable. Conviene destacar, no obstante, que el número de operaciones de ampliación de capital también experimentó un avance significativo en relación con los ejercicios anteriores. Este comportamiento podría explicarse, en parte al menos, por el todavía bajo coste relativo del capital que se deriva del nivel de las cotizaciones bursátiles.

Los amplios volúmenes de colocaciones en los mercados de renta variable contribuyeron a incrementar significativamente el tamaño de los mercados bursátiles españoles. Adicionalmente, estos se vieron también beneficiados por las ofertas públicas de venta, que, en el año 2000, alcanzaron 2.700 millones de euros, aunque este registro es inferior al observado durante los años anteriores.

En los mercados nacionales de renta fija privada, el descenso de la emisión neta de valores fue bastante generalizado, como pone de manifiesto el hecho de que solamente uno de los sectores considerados en el cuadro V.5 (*otras empresas financieras*) registrara un avance. El retroceso más significativo se concentró en el sector de las entidades de crédito, que pasó de obtener una financiación neta mediante este instrumento de 24,8 mm de euros, en 1999, a realizar una amortización neta de emisiones por valor de 1,7 mm de euros en 2000. El recurso al mercado de renta fija por parte de las empresas no financieras mostró una evolución similar, aunque la caída de los volúmenes fue menos acusada, de manera que el volumen neto fue ligeramente positivo, pero muy inferior al de 1999. Destaca, en todo caso, la elevada y creciente concentración de las emisiones nuevas en un reducido número de grandes empresas (véase recuadro V.1), que, junto con la caída de las emisiones en 2000 y el aumento del crédito concedido a las em-

Emisiones y ofertas públicas de valores negociables

Millones de euros

	1997	1998	1999	2000
Emisiones netas de residentes (a)	22.893	28.009	58.112	44.244
Renta fija	22.972	20.884	48.796	15.875
<i>Estado</i>	18.254	12.342	13.626	10.714
<i>AATT</i>	2.419	1.387	1.655	1.174
<i>Entidades de crédito</i>	3.110	3.975	24.755	-1.727
<i>Otras empresas financieras</i>	77	3.211	5.280	5.689
<i>Empresas no financieras (b)</i>	-888	-31	3.480	25
Renta variable	-79	7.125	9.316	28.369
<i>Entidades de crédito</i>	-147	4.034	812	9.979
<i>Otras empresas financieras</i>	-99	24	399	732
<i>Empresas no financieras</i>	167	3.067	8.105	17.658
Ofertas públicas de venta	10.652	11.072	5.042	2.695
Privatizaciones	9.852	10.857	772	0
Resto	800	215	4.270	2.695
PRO MEMORIA:				
Emisiones netas de filiales en el extranjero	3.839	12.589	21.102	33.060
Instituciones financieras	2.748	11.735	11.616	21.926
Empresas no financieras	1.091	854	9.487	11.134

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.

presas por parte de las entidades de crédito, sugieren que, al menos por ahora, en España no hay síntomas de un mayor avance de la desintermediación financiera por un desplazamiento hacia la financiación con valores de renta fija a costa de una reducción del endeudamiento bancario.

En cualquier caso, conviene advertir que el análisis de las emisiones realizadas en los mercados nacionales ofrece una visión solo parcial de la financiación obtenida mediante instrumentos de deuda. En efecto, durante los últimos años han cobrado una importancia creciente las emisiones de renta fija en los mercados internacionales por parte de filiales de empresas españolas, tanto financieras como no financieras, de tal manera que el saldo vivo de estas operaciones supera actualmente el de las emisiones nacionales realizadas por las empresas matrices. No es posible descartar que una parte de las emisiones de las filiales tenga por objetivo cubrir las necesidades de financiación de las actividades que desarrollan estas empresas en el exterior. Sin embargo, es también posible que parte de los fondos reviertan hacia la empresa matriz. De ser así, se plantearía el interrogante de si esta práctica constituye una causa o una consecuen-

cia del escaso desarrollo de estos mercados en nuestro país.

Por último, las Administraciones Públicas redujeron su emisión neta de valores como consecuencia de las menores necesidades de financiación derivadas de la reducción del déficit público. Por plazos, las emisiones netas a corto —tanto del Estado como de las Administraciones Territoriales— fueron negativas, lo que contribuyó, como ya se ha comentado, a alargar la vida media de los instrumentos emitidos por este sector. En los próximos años, es previsible que el saldo de valores emitidos continúe desacelerándose, conforme continúe la mejora del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas.

La información disponible sobre los primeros meses 2001 sugiere que la obtención neta de fondos a través de los mercados de valores nacionales ha continuado retrocediendo. Además, a diferencia de lo que ocurrió en 2000, la importancia relativa de los mercados de renta variable se ha reducido, posiblemente como consecuencia de la mayor incertidumbre sobre la evolución de las cotizaciones bursátiles.

V.2.2. La actividad en los mercados secundarios

En el año 2000, la actividad en los mercados secundarios españoles se caracterizó por una creciente internacionalización e integración de las distintas plataformas de liquidación y negociación. En las bolsas españolas, la participación en la negociación de los inversores no residentes aumentó siete puntos porcentuales (del 47 %, en 1999, al 54 %), al tiempo que en el mercado de deuda del Estado los inversores no residentes continuaron incrementando sus posiciones, aumentando su cartera a vencimiento del 26 % a finales de 1999, al 36 % a finales de 2000. Por otro lado, la fusión entre la Central de Anotaciones y el SCLV ha permitido iniciar la integración de los sistemas de compensación y liquidación de la mayoría de los valores negociados en los mercados españoles, tanto de renta fija como de renta variable. En el ámbito de la negociación, el mercado de renta fija privada AIAF tomó, a finales de 2000, una participación del 60 % en la plataforma de renta fija pública Senaf, estando previsto que, próximamente, se admitan a negociación en dicha plataforma algunas referencias de deuda privada y futuros y opciones de MEFF. En los mercados de derivados se produjo la integración en la gestión de MEFF Renta Fija y MEFF Renta Variable. Todo ello contribuirá a reducir los costes operativos y a aumentar la liquidez de los instrumentos negociados, incrementando el atractivo de los mercados españoles para inversores y emisores de valores. Asimismo, la mayor integración de los mercados domésticos contribuirá a mejorar su posición para afrontar con mayores garantías de éxito el reto de la mayor competencia internacional.

El pasado año, las cifras de negociación evolucionaron de manera desigual en los distintos mercados españoles (véase cuadro V.6). En los de renta variable, el volumen de contratación creció a una tasa anual del 69 % —superior a las correspondientes a las principales bolsas internacionales—, favorecido por la volatilidad de las cotizaciones y por el significativo aumento del *stock* de valores negociables antes comentado. Por segmentos, el Nuevo Mercado (segmento de negociación de empresas de alto crecimiento), creado a principios de año, no ha supuesto, hasta ahora, la entrada de nuevas empresas en bolsa, aunque mantuvo, durante el año 2000, una gran actividad, al representar el 12 % del volumen total negociado. En cambio, la importancia relativa del segmento Latibex, en el que se negocian valores

emitidos por empresas de Latinoamérica, siguió siendo pequeña, dado el reducido número de compañías cotizadas.

En el mercado de deuda pública anotada, los volúmenes negociados crecieron ligeramente (5,2 %), y ello debido exclusivamente a los avances de las operaciones de *repos* y simultáneas, puesto que los importes negociados en operaciones al contado cayeron un 13 %. Factores de distinta índole parecen haber afectado a la actividad en este segmento. Así, la relativa estabilidad de las cotizaciones y el desplazamiento, iniciado en 1999, de la actividad con derivados hacia los contratos que tienen por subyacente a los bonos alemanes han podido contribuir a la atonía de la contratación al contado de la deuda pública española. En el mercado de renta fija AIAF, el volumen de negociación también experimentó un crecimiento positivo (15,7 %), con una evolución por instrumentos muy dispar. Mientras que el volumen de las operaciones con pagarés casi se duplicó en relación con el ejercicio anterior, como consecuencia del crecimiento de las emisiones brutas desde finales de 1999, las realizadas con el resto de instrumentos experimentaron un retroceso.

Finalmente, en los mercados de derivados los volúmenes negociados continuaron reduciéndose por tercer año consecutivo (el 29 % en 2000). Sin embargo, en esta ocasión el retroceso no se limitó al segmento de la renta fija, sino que también afectó a los instrumentos que tienen por subyacente al índice Ibex 35. Estas caídas son un reflejo de la pujanza de los contratos negociados en otros centros europeos, especialmente en el mercado suizo-alemán Eurex, en el caso de los contratos sobre tipos a medio y largo plazo y sobre índices bursátiles, y en el mercado británico LIFFE, en el de los contratos sobre tipos a corto plazo. El desplazamiento de la actividad de los instrumentos de renta fija es, en gran parte, la consecuencia del aumento del grado de sustituibilidad entre los contratos negociados en España y en otros mercados europeos tras la introducción del euro. En el caso de los derivados sobre índices bursátiles, el desplazamiento responde a la pérdida de relevancia del Ibex 35 en las estrategias de los gestores nacionales de carteras, en un contexto de diversificación internacional de las inversiones. De este modo, no resulta sorprendente que el único segmento del mercado de derivados que continuó mostrando avances en los importes negociados en 2000 fuera el de los derivados sobre valores

Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados

Millones de euros

	1997	1998	1999	2000
Mercado de Deuda Pública en anotaciones(a)	12.352.112	14.478.979	13.109.675	13.788.917
Contado (b)	1.700.197	1.747.709	1.817.465	1.585.460
Repo y simultáneas	10.577.350	12.676.285	11.254.309	12.186.364
Plazo (b)	74.565	54.985	37.901	17.093
Mercado AIAF de renta fija (b)	21.173	43.120	86.269	99.826
Pagarés	4.447	7.935	25.284	46.425
Bonos, cédulas y obligaciones	10.950	28.761	58.572	52.189
Bonos matador	5.776	6.424	2.413	1.212
Mercado bursátil de renta fija (b)	54.217	53.148	44.718	39.692
Deuda Estado	21.890	603	160	73
Deuda AATT	30.043	51.791	42.858	38.723
Resto	2.284	754	1.700	896
Mercado bursátil de renta variable	163.261	261.276	291.975	492.980
Mercados MEFF de derivados (c)	3.286.810	2.668.336	966.975	689.214
Renta fija	3.012.658	2.111.985	378.065	109.655
Corto plazo	1.631.754	1.125.442	20.262	205
Medio y largo plazo	1.380.904	986.543	357.803	109.450
Renta variable	274.152	556.351	588.910	579.559
Ibex 35	270.719	549.329	574.109	549.132
Opciones individuales	3.433	7.022	14.801	30.426

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.

individuales. Este segmento se benefició del lanzamiento de nuevos contratos de opciones y, desde comienzos de 2001, del inicio de la negociación con contratos de futuros, aunque su importancia cuantitativa es aún reducida.

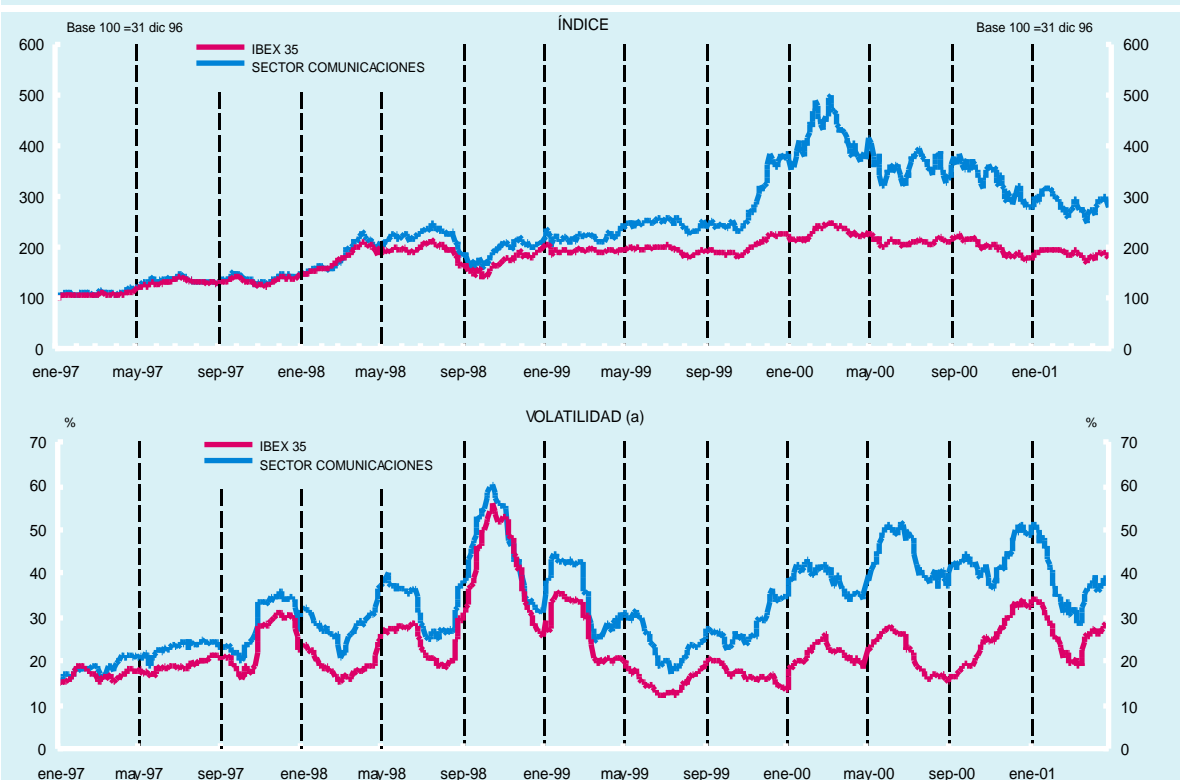
En los primeros meses de 2001 se han observado algunos cambios en la evolución de la actividad en relación con el ejercicio anterior. En el mercado de renta variable se ha detenido la tendencia creciente en las cifras de negociación. Por el contrario, en el mercado de deuda pública la operativa al contado se ha recuperado de las caídas registradas durante 2000. En el resto de mercados, la evolución de los importes negociados ha mantenido las mismas pautas que se observaron durante el año anterior: avances en AIAF y retrocesos en los mercados de derivados.

V.2.3. Los precios negociados en los mercados secundarios

En el mercado español de renta variable, al igual que sucedió en la mayoría de los mercados interna-

cionales, se quebró, durante el año 2000, la tendencia creciente que habían registrado las cotizaciones bursátiles desde el año 1995. El índice Ibex 35 perdió un 21,7 %, mientras que el general de la Bolsa de Madrid cayó un 12,7 % (véase gráfico V.6). Esta evolución fue más desfavorable que la que experimentaron otros índices internacionales, como el S&P 500 de las bolsas americanas, que disminuyó un 10,1 %, o el Dow Jones Euro Stoxx amplio de las bolsas del área del euro, que se redujo un 5,9 %, debido, fundamentalmente, al mayor peso relativo de los sectores que tuvieron un comportamiento más desfavorable: tecnología y comunicaciones. Así, el índice tecnológico de la Bolsa de Madrid cayó un 57,1 %, mientras que el de comunicaciones disminuyó un 27,1 %. La revisión de las perspectivas de beneficios de las empresas pertenecientes a estos sectores y las peores expectativas de crecimiento económico mundial para los próximos años propiciaron la corrección de los precios bursátiles, a pesar de que la mayor parte de las empresas cotizadas registraron en el ejercicio resultados contables muy positivos. El nivel general de precios cotizados, medido por el índice Ibex 35, mostró una revalorización positiva durante el mes de enero de 2001, pero, du-

Índices bursátiles



Fuente: Bolsa de Madrid.

(a) Desviación típica anualizada de la diferencia logarítmica de las últimas 40 observaciones.

rante los meses siguientes, las cotizaciones volvieron a caer, hasta situarse en niveles próximos a los del cierre de 2000. La evolución de los índices españoles durante este período ha sido, sin embargo, más favorable que la de otros índices internacionales.

Otro aspecto destacable de la evolución de las cotizaciones bursátiles en 2000 fue el aumento de la volatilidad, que resultó especialmente intenso en el sector de las empresas de telecomunicaciones y de nuevas tecnologías. Aunque, a comienzos de 2001, se ha observado una cierta reducción de la volatilidad, esta continúa siendo elevada, reflejando el incremento de la incertidumbre sobre la evolución de la economía, en general, y sobre la de las industrias de la informática y las telecomunicaciones, en particular.

En el mercado español de deuda pública, los tipos de interés negociados tuvieron una evolución similar a la que se observó en el resto de los mercados de deuda del área del euro (véase gráfico V.7).

Los tipos a corto plazo aumentaron gradualmente, en línea con la trayectoria del tipo de intervención del Eurosistema. Por su parte, los tipos de interés a medio y largo plazo registraron escasas variaciones a lo largo del ejercicio, con subidas moderadas a principios de año y caídas durante los dos últimos meses, que supusieron una reducción de unos 20 puntos básicos en las rentabilidades de la deuda a diez años, en el conjunto del año. Como consecuencia de estos movimientos, la curva de rendimientos redujo considerablemente su pendiente a lo largo del ejercicio. Como ya sucedió en 1999, el diferencial de rentabilidad de la deuda a largo entre las referencias *benchmark* española y alemana se situó en niveles reducidos y estables a lo largo de 2000. Durante la segunda parte del año, no obstante, se apreció un ligero aumento del diferencial (desde los 22 hasta los 29 puntos básicos), que se explica, en parte, por un cambio en la referencia *benchmark* en el mercado alemán.

En los primeros meses de 2001, los tipos de interés a corto plazo han empezado a reducirse, co-

mo consecuencia de las expectativas de recortes en los tipos de intervención del Eurosistema, mientras que los tipos a medio y largo plazo han experimentado escasas variaciones.

Finalmente, en los mercados de deuda privada se ha observado un incremento significativo (unos 40 puntos básicos) en el diferencial de rentabilidad a largo plazo con la deuda pública (véase gráfico V.8). Esta evolución, que es similar a la que se ha producido en otros mercados internacionales, puede reflejar el mayor riesgo de crédito percibido por el mercado para la mayoría de los emisores, como consecuencia del deterioro de las expectativas sobre sus beneficios y de los niveles relativamente elevados de endeudamiento. Por el contrario, en las operaciones a corto plazo el diferencial se ha mantenido estable en un nivel inferior, como consecuencia, posiblemente, del menor riesgo de crédito que incorporan estos instrumentos, aunque no se puede descartar una posible concentración de emisores de mayor calidad crediticia en este tramo.

V.3. LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS ESPAÑOLES

Un año más, los intermediarios financieros y, sobre todo, las entidades de depósito han sido los principales actores en el proceso de canalización de los flujos financieros de la economía española, contribuyendo de manera importante a su internacionalización. La suma de las operaciones de captación de activos y pasivos de las instituciones financieras residentes con el sector exterior pasaron de un 12,4 % del PIB en el año 1999, a un 20,9 % en el año 2000, lo que supone prácticamente la mitad de los flujos totales del sector (excluyendo los flujos intrasector). Este notable volumen de operaciones con el exterior afectó tanto al activo como al pasivo de las entidades. Las adquisiciones de activos emitidos en el resto del mundo alcanzaron un 10,6 % del PIB, reflejando la expansión internacional de los grandes grupos bancarios españoles y la diversificación geográfica de las carteras, tanto de las propias entidades de crédito como, sobre todo, de las instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones y empresas de seguros. Por el lado del pasivo, las entidades de depósito recurrieron al sector exterior por un volumen equivalente al 10,3 % del PIB. Este recurso se materializó, principalmente, en la colocación de acciones por parte de los grandes bancos comerciales y en las emisiones de valores en los

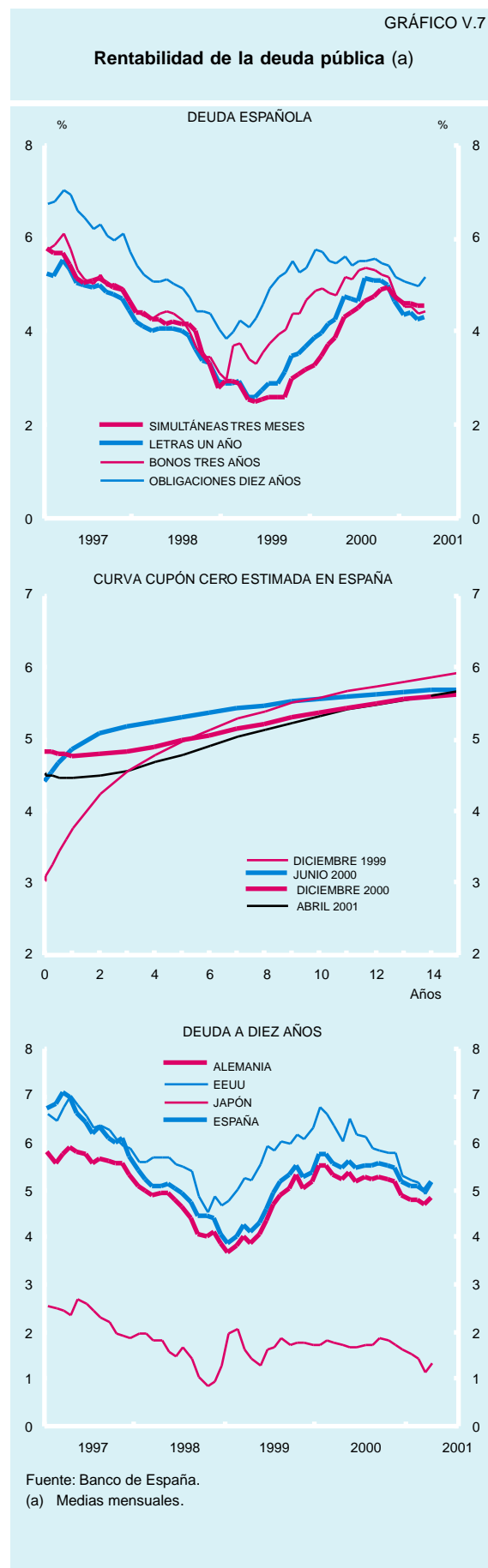
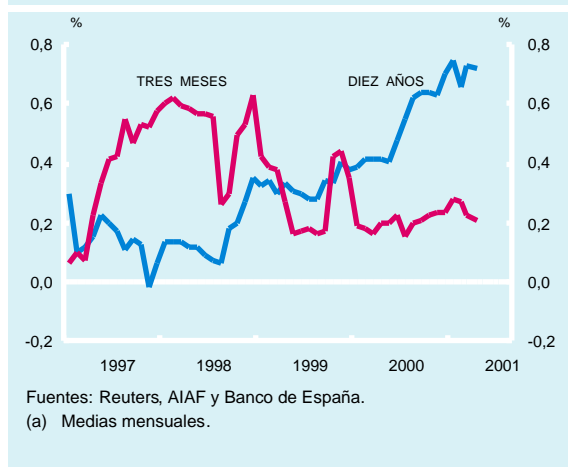


GRÁFICO V.8

Diferencial de rentabilidad entre la deuda privada y la pública (a)

mercados internacionales. A diferencia de años anteriores, los préstamos interbancarios netos tuvieron un peso menor, si bien su distribución por grupos de entidades fue bastante desigual y el total de financiación interbancaria neta de las entidades españolas continúa en niveles elevados (véase recuadro V.2). Los fondos captados en el resto del mundo por las entidades de depósito son los que han permitido financiar el crecimiento del crédito concedido a los sectores residentes y, en última instancia, cubrir la brecha entre la inversión y el ahorro nacionales.

V.3.1. Entidades de depósito

Para las entidades de depósito, el año 2000 se caracterizó por ser un año de fuerte crecimiento de la actividad y de aumento relativo de su grado de exposición, debido tanto al elevado volumen de crédito concedido a sociedades no financieras y familias como a su expansión en el exterior. De acuerdo con los datos correspondientes al negocio de las entidades individuales en España, sus activos totales medios (ATM) crecieron un 10 %, reflejando, sobre todo, el aumento del crédito otorgado al sector privado residente y de la cartera de renta variable (ver cuadro V.7). Los datos consolidados de los grupos de entidades, por su parte, muestran un crecimiento todavía mayor, del 13 % (18 % la inversión crediticia y 20 % los recursos de acreedores y empréstitos), como consecuencia de la expansión del negocio en el extranjero, que creció a tasas próximas al 50 %. Para el conjunto de los bancos comerciales, el negocio en el extranjero supone ya un 36 % del to-

tal y reporta un 32 % de los resultados totales antes de impuestos. Aproximadamente, la mitad de los activos frente al exterior corresponden al negocio en Latinoamérica, siendo especialmente significativas las posiciones mantenidas en México, Brasil y Argentina.

Tanto los bancos como las cajas de ahorros incrementaron sus tipos medios de activo en cuantías similares a las de los tipos interbancarios, si bien las cajas lo hicieron con algo más de retraso. Conviene señalar, en todo caso, que el coste del crédito sigue siendo muy inferior a su media histórica en la economía española. En particular, el tipo de interés sintético aplicado a las nuevas operaciones de crédito aumentó en un punto porcentual en media del año (y cerca de dos puntos porcentuales desde los niveles mínimos alcanzados en julio de 1999), estabilizándose en torno al 6,2 % en los primeros meses de 2001, frente al valor medio del 9 % registrado en la década de los noventa.

Contabilizando tanto los créditos propiamente dichos como la cartera de renta fija privada en poder de las entidades de depósito españolas, el crédito total al sector privado residente creció un 16,5 % en media anual, frente al 17,6 % del año anterior. Esta ligera desaceleración, concentrada en la última parte del año 2000, y mantenida durante los primeros meses de 2001, se localiza, exclusivamente, en los grandes bancos comerciales, involucrados en procesos de fusión y de expansión internacional. El resto de entidades nacionales continuaban mostrando tasas elevadas de crecimiento del crédito en los primeros meses de 2001.

El análisis de la composición del crédito por finalidades (ver cuadro V.8) muestra que es el crédito a la vivienda en sentido amplio (incluyendo crédito a la construcción y a las actividades inmobiliarias) el que explica el mantenimiento de elevadas tasas de crecimiento en el año 2000, mientras que el resto de los componentes moderó su expansión significativamente. El dinamismo de la actividad en la construcción —aunque con tendencia decreciente— y los aumentos en el precio de la vivienda (en torno al 15 % interanual) son factores que han estimulado la demanda de este tipo de crédito.

En los últimos cinco años, el crédito bancario concedido al sector privado no financiero residente creció un 70 % en términos reales, 20 puntos porcentuales más que en el correspondiente

La financiación del crédito bancario en España

En los últimos años, y como consecuencia, fundamentalmente, de la competencia de los fondos de inversión, el crecimiento de los depósitos de la clientela y de otros pasivos típicos bancarios ha sido insuficiente para financiar el fuerte crecimiento del crédito (1). En consecuencia, se ha producido un cambio importante en la composición de su financiación: la partida de acreedores residentes (depósitos y cesiones), que en 1996 constituía un 86 % del saldo total del crédito, cubrió tan solo un 44 % de la variación del crédito en el período comprendido entre 1997 y 2000.

Entre 1997 y 1999, una gran parte del crecimiento del crédito se financió mediante el recurso al mercado interbancario europeo. En el año 2000, el creciente endeudamiento interbancario se detuvo gracias a una cierta recuperación de los depósitos de la clientela y al aumento en la emisión de títulos en los mercados nacionales e internacionales. A pesar de ello, persiste aún un saldo de endeudamiento interbancario neto por parte de las entidades de depósito españolas próximo al 5 % de su activo total, lo que constituye un máximo histórico.

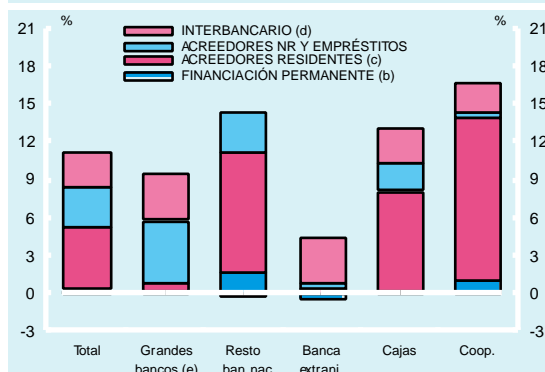
Ahora bien, la evolución agregada que se ha descrito en el párrafo anterior esconde situaciones individuales dispares. El gráfico 1 adjunto muestra cómo han financiado el crecimiento del crédito los distintos grupos de entidades en los últimos años. A estos efectos, las contrapartidas del crédito se han agrupado en cuatro categorías (2): financiación permanente, acreedores residentes, acreedores no residentes y empréstitos y recurso al mercado interbancario (3). La financiación permanente y los acreedores residentes son las formas de financiación más estables. Los empréstitos suponen un mayor coste y menor estabilidad, al exigir su renovación periódica al vencimiento. Finalmente, la financiación interbancaria es, en principio, la menos estable, al tratarse de instrumentos a muy corto plazo, sujeta a líneas de crédito potencialmente revisables.

Como puede apreciarse, la brecha entre el crecimiento del crédito y de los recursos tradicionales (financiación permanente y acreedores residentes) ha sido claramente mayor en la banca extranjera —para la que esta es una característica tradicional— y en los grandes bancos comerciales que en el resto de las entidades de depósito españolas. Todas las entidades han hecho uso, en mayor o menor medida, del recurso al mercado interbancario. No obstante, las posiciones netas de los distintos grupos de entidades son marcadamente diferentes. El gráfico 2 adjunto muestra cómo, en todos los casos, se registra un deterioro de la posición interbancaria neta a lo largo del período analizado. Sin embargo, esta sigue siendo acreedora, excepto para los grandes bancos comerciales y la banca extranjera.

La creación de la UEM ha tenido efectos importantes en la financiación interbancaria de las entidades. Así, la banca extranjera en España ha sustituido su tradicional posición deudora en el mercado interbancario nacional por financiación exterior, seguramente procedente de sus matrices. Esto sería el resultado lógico de las mayores facilidades que ha supuesto la UEM para la centralización de las operaciones de liquidez de las entidades del área del euro. Por otra parte, las necesidades de financiación del conjunto de los bancos residentes en España se han canalizado —además de a través de la banca extranjera— por medio de los grandes bancos comerciales, lo que podría significar la existencia de un mercado interbancario en el área del euro organizado en torno a dos niveles. En un primer nivel, los flujos netos de liquidez entre países se canalizan mediante operaciones entre los grandes bancos de cada uno de ellos. En un segundo nivel, dichos bancos redistribuyen la financiación obtenida del exterior entre las entidades de su país.

GRÁFICO 1

Crecimiento del crédito y su financiación (a)

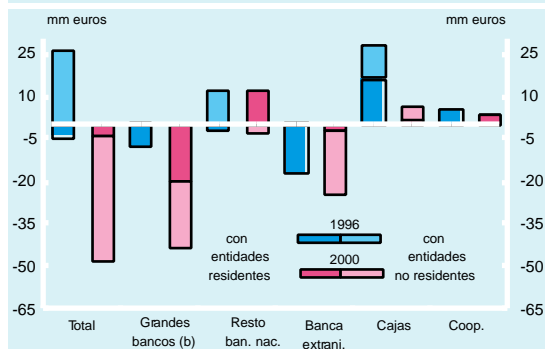


Fuente: Banco de España.

- (a) Contribuciones a la tasa de crecimiento media anual del crédito más cartera de renta fija (1997-2000).
 (b) Recursos propios, fondos especiales y financiación subordinada, menos cartera de renta variable, inmovilizado y caja.
 (c) Incluye neto de cuentas diversas.
 (d) Incluye Banco de España.
 (e) Bancos españoles pertenecientes a los grupos BBVA y BSCH.

GRÁFICO 2

Posición neta interbancaria por grupos de entidades (a)



Fuente: Banco de España.

- (a) Activo menos pasivo. No incluye Banco de España.
 La posición neta deudora del total entidades con ECA residentes se debe a las posiciones con otras entidades de crédito, no de depósito (ICO y EFC).
 (b) Bancos españoles pertenecientes a los grupos BBVA y BSCH.

(1) Definido en sentido amplio, es decir, incluyendo créditos más cartera de renta fija en poder de las entidades.

(2) Ver notas al pie del gráfico.

(3) La razón para agrupar conjuntamente acreedores no residentes y empréstitos es que una gran parte del fuerte crecimiento de los primeros en los últimos años se debe a la canalización hacia la matriz, vía depósitos, de los fondos obtenidos mediante emisiones de valores realizadas por sus filiales no bancarias en mercados internacionales.

Entidades de depósito
Estructura de balance y cuenta de resultados

% sobre balance medio

	Total (a)		Bancos		Cajas	
	1999	2000	1999	2000	1999	2000
ACTIVO:						
Caja y bancos centrales (b)	1,8	1,5	1,4	1,4	2,3	1,7
Activos del mercado interbancario (c)	20,0	17,3	24,1	20,7	14,2	12,7
Crédito	50,4	52,7	46,1	48,2	56,9	58,8
AAPP	3,0	2,8	3,0	2,7	3,2	3,0
Otros sectores residentes	44,1	46,5	38,2	40,6	52,7	54,6
No residentes	3,4	3,4	4,9	4,9	1,0	1,2
Cartera de valores	19,9	20,5	20,2	20,9	19,9	20,5
De la cual:						
Deuda del Estado	10,1	8,8	9,6	7,9	11,0	10,4
Renta variable	4,6	6,0	4,8	6,6	4,5	5,4
Resto activo (d)	7,9	7,9	8,3	8,8	6,7	6,1
PASIVO:						
Banco de España	1,5	1,5	2,0	1,7	0,8	1,2
Pasivos del mercado interbancario (e)	25,6	22,2	34,8	29,9	11,5	11,2
Recursos de clientes	56,5	58,8	45,7	49,1	73,3	72,6
Cesión de activos a clientes	8,9	7,6	7,8	6,8	11,3	9,2
Acreedores: AAPP	1,8	1,9	1,7	1,8	1,9	2,0
Acreedores: otros sectores residentes	37,5	38,3	26,6	27,3	55,5	55,0
Acreedores: no residentes	5,9	8,0	8,2	11,1	2,3	3,6
Empréstitos	2,5	3,0	2,2	2,8	3,1	3,6
Recursos propios, fondos especiales y financiación subordinada	10,1	11,3	9,9	11,5	10,5	10,8
De la cual:						
Financiación subordinada	1,9	2,7	2,5	3,2	1,2	2,1
Resto pasivo (f)	6,3	6,3	7,7	7,8	4,0	4,2
CUENTA DE RESULTADOS:						
(+) Productos financieros	4,73	5,24	4,69	5,32	4,78	5,10
(-) Costes financieros	2,53	3,07	2,89	3,51	1,99	2,44
Margen de intermediación	2,20	2,17	1,80	1,81	2,78	2,65
(+) Comisiones	0,70	0,71	0,74	0,77	0,65	0,63
(+) Resultado operaciones financieras	0,09	0,11	0,09	0,15	0,09	0,06
Margen ordinario	2,99	2,99	2,62	2,72	3,52	3,34
(-) Gastos de explotación	1,96	1,91	1,76	1,72	2,26	2,19
Margen de explotación	1,03	1,08	0,86	1,01	1,26	1,15
(-) Saneamientos y dotaciones	0,24	0,34	0,20	0,28	0,30	0,44
(+) Otros resultados	0,15	0,23	0,12	0,15	0,21	0,37
Resultados antes de impuestos	0,94	0,96	0,78	0,88	1,17	1,07
PRO-MEMORIA:						
Resultado antes de impuestos						
(% sobre recursos propios)	16,7	16,0	15,7	15,5	18,3	17,2
Total balance medio (mm euros)	948,2	1.041,9	584,5	627,7	331,3	377,5
Tasa de crecimiento interanual (%)	5,3	9,9	1,9	7,4	11,5	13,9

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 BE) y CBEs.

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

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

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

(f) Cuentas diversas y otros pasivos con ECA.

Crédito por finalidades

%

	Tasas de crecimiento			Contribución al crecimiento
	1998	1999	2000	2000
Crédito vivienda amplio	18,4	18,5	21,4	9,2
Adquisición de vivienda	21,7	18,2	19,0	5,8
Construcción y serv. inmobiliarios	11,2	22,7	27,7	3,4
Resto crédito a personas físicas	23,5	16,8	13,6	1,6
Crédito a actividades de servicios	15,4	14,0	13,1	3,2
Crédito resto actividades productivas	10,5	15,9	8,2	1,5
Resto (ISFL y sin clasificar)	-4,0	9,7	17,6	0,5
TOTAL	16,0	16,5	16,0	16,0

Fuente: Banco de España.

período del anterior ciclo expansivo (1987-1991). Esta fuerte expansión podría explicarse, en principio, por el reducido nivel de los tipos de interés y la estabilidad macroeconómica asociados a la participación de España en la UEM, al facilitar estos la sostenibilidad de endeudamientos superiores a los históricamente observados en la economía española. De hecho, las *ratios* de deuda sobre renta alcanzadas actualmente no se alejan de la media observada en otros países de la UEM (véase cuadro V.9). Sin embargo, en un contexto de bonanza económica (2), fuerte demanda de crédito y elevada competencia entre los bancos, es posible que parte del crecimiento del crédito se deba a estrategias expansivas por parte de algunas entidades. En cualquier caso, la intensidad y velocidad del proceso suponen un cierto riesgo para el mantenimiento de los equilibrios macroeconómicos y financieros.

La financiación del crecimiento del activo se vio facilitada, en el año 2000, por la recuperación de los pasivos tradicionales de la banca. En particular, los depósitos a plazo tuvieron un comportamiento particularmente expansivo, favorecido por la subida de los tipos de interés del BCE y la creciente competencia de los bancos por la captación de esta clase de pasivo, cuya remuneración se incrementó incluso más que los tipos del mercado interbancario (3).

(2) El volumen de activos dudosos ha continuado cayendo en el año 2000, si bien ha tendido a estabilizarse en la segunda parte del año. Como consecuencia de ello, la *ratio* de dudosos sobre crédito volvió a alcanzar mínimos históricos (1 % para el conjunto de las entidades de depósito).

(3) No obstante, el tipo sintético de las operaciones nuevas de pasivo se incrementó solo en 0,7 puntos porcentuales en media del año, estabilizándose en torno al 3 % en los últimos meses de 2000 y primeros de 2001, lo que permitió una cierta recuperación del margen de pasivo.

En este sentido, fue particularmente incisivo el comportamiento de los bancos que comercializan productos exclusivamente a través de los nuevos canales de distribución (teléfono e Internet), que, gracias a las ofertas realizadas, consiguieron captar un 5 % del incremento total del saldo de acreedores privados residentes en el año 2000. Estas entidades mantienen, no obstante, una cuota de mercado muy reducida (menos del 1 %) y sus perspectivas de crecimiento, aunque favorables, se han visto moderadas tras la euforia de los primeros meses del año 2000.

El aumento de los depósitos y las cesiones temporales a residentes, fue, sin embargo, insuficiente para financiar el crecimiento del crédito. Ahora bien, al contrario que en años anteriores, esta brecha no se tradujo en un nuevo aumento del recurso al endeudamiento interbancario en el exterior, aunque este se mantiene elevado, sino en emisiones de valores en los mercados nacionales y, sobre todo, internacionales (ver gráfico V.9). Estas emisiones son realizadas por entidades filiales sin estatuto de entidad de crédito, que canalizan después los recursos obtenidos de la emisión hacia la matriz en España vía depósitos. De ahí el fuerte incremento de los pasivos frente a no residentes, que supuso, en el año 2000, un 40 % del incremento total de acreedores. En todo caso, el endeudamiento interbancario frente al exterior permanece próximo al 5 % del activo total de las entidades de depósito españolas, aunque se encuentra desigualmente distribuido por grupos de entidades (véase el recuadro V.2).

La expansión del negocio, la favorable evolución económica y la tendencia alcista de los tipos de in-

Ratios de crédito bancario al sector privado sobre PIB: países de la UEM (a)

% PIB

	Ratios en 2000					Variación desde 1997
	Sociedades no financieras	Hogares e ISFL	Del cual:		Total soc. no financ. y hog.	
			Vivienda	Consumo		
Alemania	38,3	67,6	42,7	10,9	105,9	4,4
Austria	58,8	28,0	12,7	11,7	86,9	7,0
Bélgica	36,5	34,1	23,0	3,6	70,6	2,8
España	43,5	46,1	29,1	8,0	89,6	19,7
Finlandia	18,5	27,3	18,5	2,4	45,7	5,0
Francia	36,2	34,4	21,2	7,8	70,7	3,4
Países Bajos	49,7	67,0	57,9	3,4	116,7	26,8
Irlanda	34,3	39,9	29,8	9,1	74,2	...
Italia	41,7	21,2	8,4	1,8	62,9	8,6
Luxemburgo	30,1	38,0	27,4	3,0	68,1	-2,4
Portugal	55,4	61,5	45,3	7,5	116,9	45,6
UEM						
Media simple	40,3	42,3	28,7	6,3	82,6	12,1
Med. ponder. por PIB	40,1	45,9	29,1	7,3	86,0	10,9

Fuente: BCE.

(a) Basada en la información homogénea recopilada por el BCE por razones de política monetaria. Incluye, por tanto, el crédito concedido por todas las IFM residentes en el país correspondiente a los residentes del país. No incluye cartera de renta fija.

terés propiciaron un crecimiento pronunciado de los resultados agregados de las entidades de depósito en el año 2000, aunque con claras diferencias por grupos. De acuerdo con los datos individuales (no consolidados), los beneficios después de impuestos de los bancos comerciales crecieron un 31 %, mientras que los de las cajas de ahorros y cooperativas lo hicieron en mucha menor medida (10 % y 2 %, respectivamente). En relación con el activo total, todos los conceptos de márgenes de los bancos comerciales crecieron con respecto al año anterior, mientras que descendieron en el caso de cajas y cooperativas (véase el cuadro V.7). Estas discrepancias se debieron, fundamentalmente, al diferente comportamiento de los tipos bancarios activos. Así, los bancos trasladaron con mayor rapidez que las cajas de ahorros las subidas de los tipos de interés de mercado a los del crédito. Asimismo, se registraron algunas operaciones que generaron ingresos muy elevados por diferencias de cambio y posiciones en futuros.

La ampliación de la red comercial y la fuerte expansión del crédito por parte de las cajas de ahorros repercutieron en un empeoramiento de su *ratio* de eficiencia —margen ordinario sobre gastos de ex-

plotación—, que, por primera vez en los últimos años, se situó por debajo de la de los bancos. Del mismo modo, su cuenta de resultados se vio más afectada por la nueva provisión estadística para insolvencias, cuyo impacto, no obstante, pudo ser compensado con las plusvalías derivadas de la venta de valores. Los bancos, a su vez, tuvieron que hacer frente a importantes dotaciones extraordinarias a los fondos de pensiones de sus empleados.

Los resultados de los bancos comerciales en el año 2000 son, asimismo, muy favorables cuando se consideran las cuentas consolidadas. Debido a la expansión en Latinoamérica de los dos grandes grupos, el margen de intermediación consolidado fue considerablemente superior al individual (2,59 % de ATM, frente a 1,81 %), prosiguiendo la tendencia creciente de los últimos años. Aunque los gastos de explotación son también más elevados, la *ratio* de eficiencia ha mejorado 12 puntos básicos en los últimos dos años y se sitúa por encima de la correspondiente a las cuentas individuales (1,64, frente a 1,59). En el año 2000, el negocio en el extranjero pasó a tener una aportación positiva al beneficio neto de los grupos, por primera vez desde 1997, lo que explica el importante crecimiento —el 33 %—

Cambios recientes en la fiscalidad de los instrumentos financieros

La regulación tributaria promulgada a mediados y a finales de 2000 (1) transformó, de nuevo, la fiscalidad y el régimen de retenciones de los instrumentos financieros que estaban vigentes a principios de 2000. Estos cambios, junto con los realizados a lo largo de los dos años anteriores, han configurado un nuevo panorama fiscal que ha influido en las decisiones de cartera de las familias.

Concretamente, con la publicación, en junio, del RD-Ley 3/2000 (posteriormente, ratificado, en diciembre de 2000, mediante la Ley 6/2000), se introdujeron nuevos cambios en el régimen de retenciones y en la fiscalidad de varios productos financieros. Las principales novedades que afectan a la tributación del ahorro financiero de las familias se pueden resumir señalando, en primer lugar, que se recortaron de dos años a solo uno el plazo de inversión necesario para incluir las ganancias y pérdidas patrimoniales (GyP) en la base imponible especial del IRPF, al tiempo que se redujo el tipo impositivo de dicha base del 20 % al 18 %, equiparándolo con el tipo mínimo de la base imponible general del IRPF. Además, se redujo la retención a cuenta del 20 % al 18 % para las GyP derivadas de la venta de acciones y participaciones en las instituciones de inversión colectiva (IIC) y se reguló el régimen de compensación de pérdidas patrimoniales generadas en plazos comprendidos entre uno y dos años, que antes no estaba contemplado en la regulación.

Además, se aumentaron los porcentajes de reducción aplicables a los rendimientos del capital mobiliario (RCM) generados por los seguros de vida, jubilación e invalidez (e, indirectamente, por los *unit-linked*, también denominados seguros de fondos de inversión) en las siguientes condiciones: para los RCM generados en plazos superiores a cinco años, se aumentó del 60 % al 65 %; mientras que para los plazos superiores a ocho años, el aumento fue del 70 % al 75 %. Asimismo, se elevaron los límites de reducción de la base imponible por aportaciones a planes de pensiones, que quedaron fijados en el 25 % de los rendimientos del trabajo (desde el 20 % anterior) y 1.200.000 pesetas anuales (desde las 1.100.000 PTA anteriores), y se introdujeron nuevos límites, más altos, para los mayores de 52 años (40 % y 2.500.000 PTA anuales).

Se exceptuó de retención o pago a cuenta a los intereses de la deuda emitida por las Comunidades Autónomas y Entidades Locales —que se equipararon, de este modo, a los de la deuda pública del Estado registrada en anotaciones en cuenta—, siempre que la emisión esté registrada en la Central de Anotaciones y que el emisor de la deuda tenga firmado un acuerdo con el Banco de España que establezca el procedimiento de devolución.

Finalmente, hay que señalar que, respecto a la tributación de las rentas de no residentes, la Ley de acompañamiento redujo al 18 % el tipo general de gravamen de la mayor parte de las rentas de capital, tipo de gravamen que era del 25 % en dividendos, intereses y resto de RCM, y del 35 % en las GyP derivadas de la venta de las acciones o participaciones en las IIC. Esta reducción también sería aplicable al tipo de la retención, de acuerdo con lo establecido en la Ley del impuesto sobre la renta de no residentes.

Se puede afirmar que el legislador ha buscado con este conjunto de cambios impulsar el ahorro a medio y largo plazo de las familias y establecer una mayor neutralidad en el régimen de retenciones a cuenta de las rentas procedentes del capital mobiliario, que alcanza incluso a las correspondientes a inversores no residentes. El cuadro adjunto, resultado de un ejercicio sencillo de simulación, muestra de forma resumida el incentivo fiscal que sobre los distintos instrumentos financieros ha introducido la normativa tributaria de junio de 2000. En él se observa que los instrumentos financieros que han sufrido mejoras en su tratamiento fiscal son las participaciones en IIC, los contratos de seguros (y, por tanto, indirectamente, los *unit-linked* o seguros de fondos) y, sobre todo, los planes de pensiones.

Cambios en el rendimiento neto simulado después de impuestos tras las modificaciones fiscales en 2000. En puntos básicos (a)

	Años de permanencia					
	1	2	3	6	9	15
INSTRUMENTO FINANCIERO						
Niveles de renta (euros) (b)						
Depósito a corto plazo (c)	—	—	—	—	—	—
Depósito cuenta vivienda	—	—	—	—	—	—
Depósito a largo plazo (d)	—	—	—	—	—	—
Fondo de inversión (e)	—	10	10	9	9	8
Seguro de vida						
12.000	—	—	—	5	5	5
27.000	—	—	—	9	8	7
42.000	—	—	—	10	10	9
72.000	—	—	—	11	10	9
Dividendos de acciones	—	—	—	—	—	—
Fondos de pensiones						
12.000	78	37	124	71	52	37
27.000	47	47	122	64	45	30
42.000	—	—	—	—	—	—
72.000	—	—	—	—	—	—

Fuente: Banco de España.

(a) Los supuestos básicos de la simulación son: inversión única de 6.000 euros, un rendimiento financiero fijo común a todos los activos del 5 %, los rendimientos se reciben al final de cada período, no se tiene en consideración la retención a cuenta y se emplean tipos impositivos marginales.

(b) Solo para los activos en los que los incentivos dependen del nivel de renta.

(c) Similar al tratamiento fiscal de la renta fija con cupón.

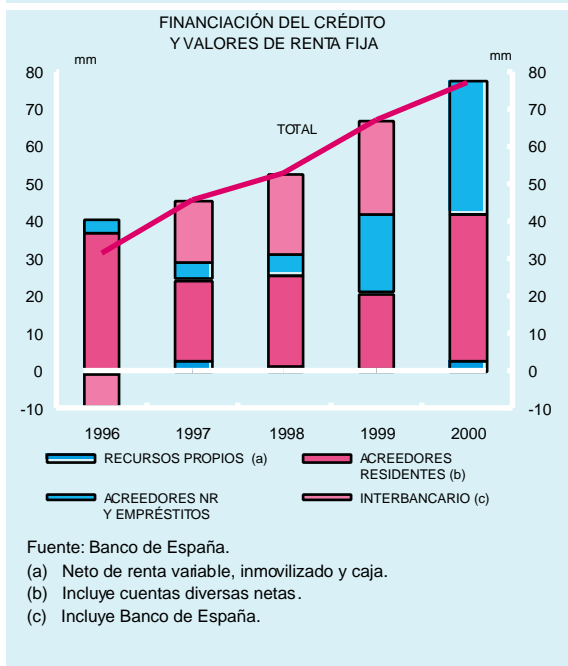
(d) Similar al tratamiento fiscal de la renta fija cupón-cero.

(e) Similar a las plusvalías de acciones.

(1) Véase el Anejo Legislativo en este mismo *Informe anual*.

GRÁFICO V.9

Entidades de depósito



de este último (18 % el año anterior). En el sector de las cajas de ahorros, la consolidación no implica cambios significativos respecto a los resultados individuales.

V.3.2. Inversores institucionales

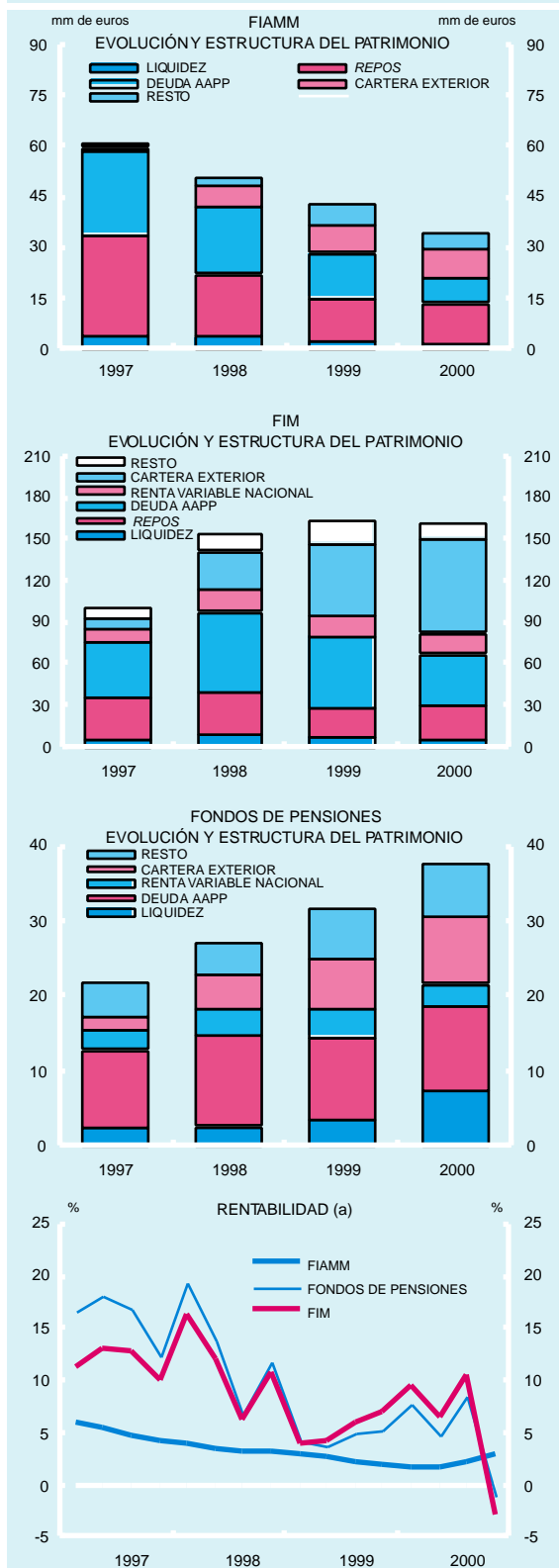
Como en informes anteriores, bajo la denominación de inversores institucionales se agrupan las instituciones financieras distintas de las entidades de crédito —instituciones de inversión colectiva, entidades de seguros y fondos de pensiones—, que obtienen fondos del público y los invierten en activos. Dentro de este grupo, la evolución a lo largo del año 2000 fue muy dispar, acentuándose, en general, las tendencias observadas en 1999.

El patrimonio de los fondos de inversión se redujo en un 9,8 % (20,2 mm de euros) (4), mientras que el de los fondos de pensiones se incrementó en

(4) El patrimonio del conjunto de las instituciones de inversión colectiva —que incluye además SIM, SIMCAV, fondos de inversión inmobiliaria e instituciones de inversión colectiva extranjeras comercializadas en España— cayó también un 7 %. Esto se debe al elevado peso que suponen los fondos de inversión sobre el total (un 88 % en el año 2000), ya que tanto las SIMCAV como los fondos de inversión inmobiliaria y las instituciones extranjeras comercializadas en España mostraron tasas de crecimiento elevadas.

GRÁFICO V.10

Inversores institucionales



Fuentes: CNMV, Banco de España e INVERCO.

(a) Rentabilidad acumulada en los últimos doce meses.

Fondos captados por otros intermediarios financieros					CUADRO V.10
					Millones de euros
	1997	1998	1999	2000	2000 Saldos (a)
Total (b)	48.104	35.510	10.693		
Fondos de pensiones					
<i>Aportaciones netas (c)</i>	2.322	2.692	3.015	6.454	
<i>Variación del patrimonio</i>	4.469	5.251	4.439	6.109	37.709
Seguros de vida					
<i>Primas netas de siniestralidad</i>	5.494	4.653	8.127		
<i>Variación provisiones matemáticas (d)</i>	7.905	6.775	11.768	13.486	75.755
Fondos de inversión mobiliaria					
<i>Suscripciones netas</i>	40.287	28.166	-449	-14.317	186.068
<i>FIAMM</i>	1.532	-12.267	-7.229	-10.156	33.368
<i>FIM</i>	38.755	40.433	6.780	-4.161	152.700
PRO MEMORIA:					
Entidades de depósito: variación de acreedores: otros sectores residentes	24.111	14.969	21.282	52.424	505.329
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 2000 es provisional (basado en estimaciones de ICEA).					

un 19 % y, de acuerdo con estimaciones de ICEA (Investigación Cooperativa de Entidades Aseguradoras) el gestionado por las empresas de seguros de vida (provisiones matemáticas) aumentó por encima del 20 %.

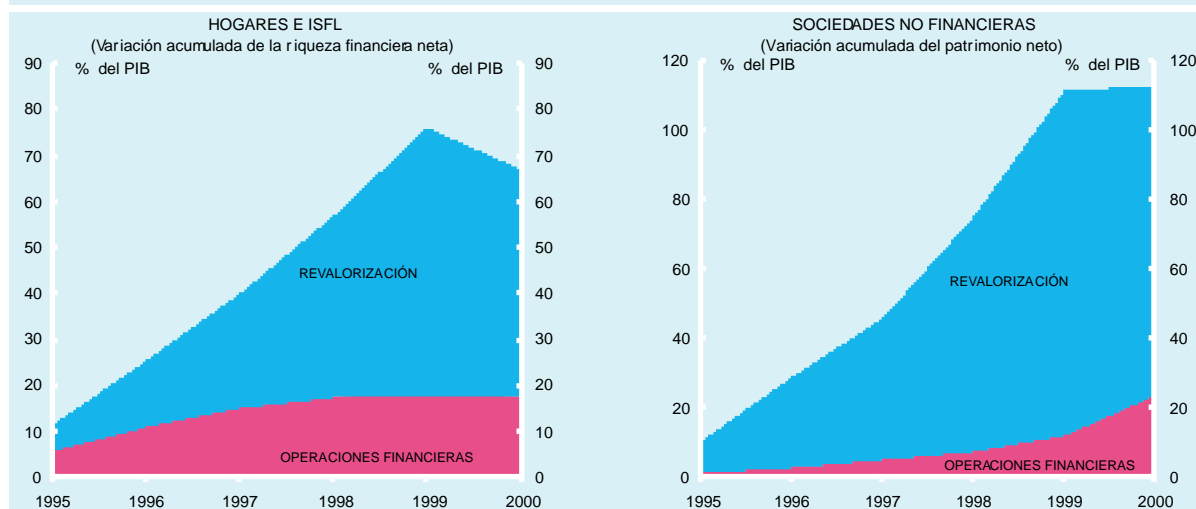
Como puede verse en el gráfico V.10, la rentabilidad interanual de FIM y fondos de pensiones mostró, el pasado año, un fuerte descenso —hasta hacerse negativa a finales de 2000—, que se ha acentuado en los primeros meses de 2001. Esta evolución está condicionada por los aumentos de los tipos de interés y, sobre todo, por los acusados descensos de los precios de las acciones.

En cuanto a las suscripciones o aportaciones netas, el cuadro V.10 muestra cómo, en el año 2000, se duplicaron en el caso de los fondos de pensiones y crecieron significativamente en el de las empresas de seguros de vida, mientras que fueron negativas tanto para los FIM como para los FIAMM, reflejando la continuidad del proceso de sustitución de participaciones en fondos de inversión por depósitos a plazo, iniciado ya el año anterior. Sin embargo, durante todo el año 2000 este proceso no pareció responder a una menor demanda de los productos con un mayor componente de riesgo. Antes al con-

trario, las suscripciones netas a fondos de renta variable nacional e internacional continuaron siendo positivas, mientras que fueron muy pronunciados los reembolsos netos de participaciones en fondos de renta fija. No obstante, cabe destacar que, en el primer trimestre de 2001, las suscripciones netas a FIAMM volvieron a ser positivas.

La demanda de fondos de pensiones y seguros de vida continuó avanzando apoyada por cambios regulatorios y fiscales. En el año 2000 adquirió especial relevancia el proceso de exteriorización obligatoria de los compromisos por pensiones de las empresas. A pesar de que el plazo para el cumplimiento de esta norma se amplió finalmente desde diciembre de 2000 a noviembre de 2002, y aunque las empresas disponen de 10 años para realizar las aportaciones necesarias para cubrir sus compromisos, la exteriorización ha tenido ya un impacto significativo en el crecimiento de estos productos. Así, por ejemplo, los fondos correspondientes a planes de empleo explicaron un 58 % de la variación total del patrimonio de los fondos de pensiones en dicho año, frente a un 39 % en 1999. No obstante, existen también otros factores que han contribuido al crecimiento de los productos de seguros. Así, los denominados *unit linked* o seguros de fondos han crecido al abrigo

Posición patrimonial de los hogares e ISFL y sociedades no financieras



Fuente: Banco de España.

de una fiscalidad favorable, que ha contribuido a su expansión en los últimos dos años (ver recuadro V.3). Según estimaciones de ICEA, entre un 35 % y un 40 % del total de las primas de vida en los dos últimos años corresponderían a seguros de fondos (unos 6.000 millones de euros en 1999 y 9.300 millones de euros en 2000).

Finalmente, en relación con la distribución de la cartera de activos de los inversores institucionales, hay que señalar que la situación de los mercados bursátiles contribuyó a moderar el crecimiento del peso de los valores de renta variable nacional e internacional. El proceso de internacionalización de las carteras, por su parte, no se ha detenido. Los activos exteriores representaban, a finales de 2000, un 44 % del patrimonio total de los FIM, un 30 % del de los FIAMM y un 24 % del de los fondos de pensiones. La intensa adquisición de activos exteriores ha limitado el volumen de financiación concedida por los inversores institucionales españoles a las sociedades no financieras nacionales. De acuerdo con las estimaciones de las *Cuentas financieras de la economía española*, dicha financiación ha supuesto tan solo un 0,1 % del PIB (0,4 % de la financiación total de sociedades no financieras) en media del período 1995-2000. Detrás del proceso de internacionalización de estas carteras se encuentra, sin duda, la búsqueda de nuevas posibilidades de rentabilidad y de diversificación de riesgos. No obstante, resulta probable que el escaso desarrollo de los mercados de

valores privados en España contribuya también a explicar esta mayor propensión de los inversores institucionales españoles a adquirir instrumentos emitidos y negociados en el exterior.

V.4. LA POSICIÓN PATRIMONIAL DE LOS SECTORES DE LA ECONOMÍA

Las operaciones financieras realizadas a lo largo del pasado año y la evolución de los precios de los activos financieros (descritas ambas en las secciones anteriores) modificaron la posición patrimonial de los principales sectores institucionales de la economía española y su exposición a diferentes fuentes de riesgo.

La caída de las cotizaciones bursátiles y la disminución del valor del patrimonio de los fondos de inversión que tuvo lugar en el año 2000 redujeron el valor de la riqueza financiera de los hogares e ISFL, quebrando así la tendencia de años anteriores (véase gráfico V.11). No obstante, el valor de la riqueza real de las familias ha experimentado un notable crecimiento en el último año, como consecuencia de la elevación del precio de la vivienda y del crecimiento de la inversión residencial, que ha contrapesado la pérdida de valor de los activos financieros y su impacto sobre el patrimonio de los hogares. Al mismo tiempo, el crecimiento de la deuda acumulada por las familias en el año 2000 —incluyendo en este concepto el crédito

Los principales cambios en la composición de la riqueza financiera de las familias

Durante los últimos seis años, la riqueza financiera de las familias españolas, es decir, el valor a precios de mercado de su cartera de activos financieros, ha crecido considerablemente, a la vez que ha experimentado un cambio en su estructura (véase cuadro). A finales del año 2000, el 43 % de la riqueza financiera de las familias estaba materializada en acciones y participaciones de fondos de inversión mobiliarios (FIM) —frente al 24 % en 1994—; el 13 %, en productos de seguro —10 % en 1994—; y el 40 %, en los componentes más líquidos [efectivo, depósitos y fondos de inversión monetarios (FIAMM)] —60 % a finales de 1994—. La recomposición de la cartera de las familias responde, por un lado, a un proceso de desintermediación, que ha desplazado las inversiones en instrumentos tradicionales de ahorro, principalmente depósitos, hacia la adquisición de participaciones de fondos de inversión y productos de seguro, y, por otro, a la fuerte revalorización de las tenencias de acciones.

En términos acumulados del período 1995-2000, solo el 50 % del aumento de la riqueza procedió de adquisiciones netas de activos financieros. El 40 % de estas inversiones netas (véase gráfico) se dirigió a los activos de menor riesgo (efectivo y depósitos), lo que, junto a su escasa revalorización, explica la reducción de su peso dentro de las carteras de las familias. Los productos de seguro, y, especialmente, los seguros de jubilación y vida (que incluyen los *unit linked*), atrajeron el 30 % de las operaciones netas, mientras que los fondos de inversión, FIM y FIAMM, recibieron un 25 %. Finalmente, la adquisición acumulada de acciones fue prácticamente nula. Estos flujos de inversión han estado vinculados al propio desarrollo del sistema financiero español —en el que los inversores institucionales han adquirido gran protagonismo y han facilitado una mayor diversificación de la cartera de las familias— y, también, a los cambios producidos en el tratamiento fiscal de los activos.

En relación con el componente de revalorización, durante 1995-2000 cerca del 50 % del aumento de la riqueza financiera de las familias procedió de la correspondiente a las acciones (véase gráfico), en un período en el que Índice General de la Bolsa de Madrid se triplicó. La revalorización de las acciones cotizadas y no cotizadas fue muy similar, aunque, en términos absolutos, el superior peso de las acciones no cotizadas hizo que estas contribuyeran en mayor medida al aumento de la riqueza de las familias (véase cuadro). Al final de 2000, las acciones constituían el 31 % de la cartera financiera de los hogares españoles —frente al 15 % en 1994—, porcentaje todavía alejado del correspondiente a las familias americanas y de otros países europeos.

La recomposición de la cartera de las familias en los últimos años tiene, principalmente, dos tipos de implicaciones. Por un lado, la situación patrimonial de los hogares españoles es, ahora, más vulnerable a la evolución de los precios de los activos financieros más volátiles, aunque el creciente papel de los inversores institucionales ha favorecido también un aumento del grado de diversificación de las carteras de los agentes. Por otro, la nueva composición podría aumentar la incidencia, vía efecto riqueza, de los precios de los activos de renta variable sobre las decisiones de consumo y de ahorro de las familias, bien de una forma directa, bien a través de sus efectos sobre la confianza de los consumidores.

Composición de la cartera de activos financieros de los hogares e ISFL

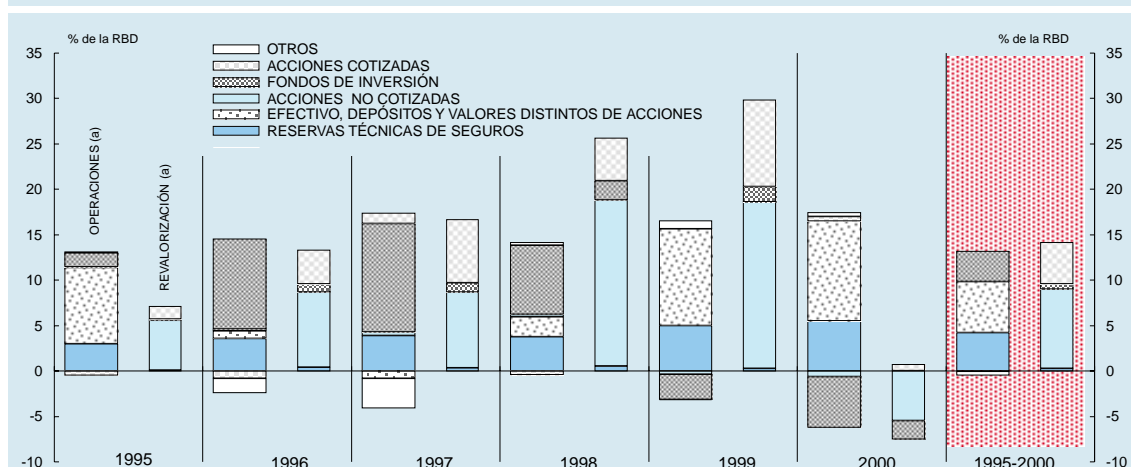
En % del total

	1994 IV TR	Operaciones y Revalorización (1995-2000) (a)	2000 IV TR
TOTAL (mm de euros)	567	294	302
Efectivo, depósitos y valores distintos de acciones	56,5	40,0	0,7
Acciones y otras participaciones	17,4	2,4	93,2
Del cual:			
Acc. cotizadas	4,9	-0,1	31,6
Acc. no cotizadas	10,6	-0,5	60,5
Fondos de inversión	10,5	24,2	4,2
FIAMM	3,7	-2,5	0,5
FIM	6,8	26,7	3,6
Reservas técnicas de seguros	9,8	29,7	1,8
Jubilación	4,4	9,7	1,8
Vida	4,3	17,5	0,0
Otros	1,1	2,4	0,0
Otros	5,8	3,6	0,0

Fuente: Banco de España.

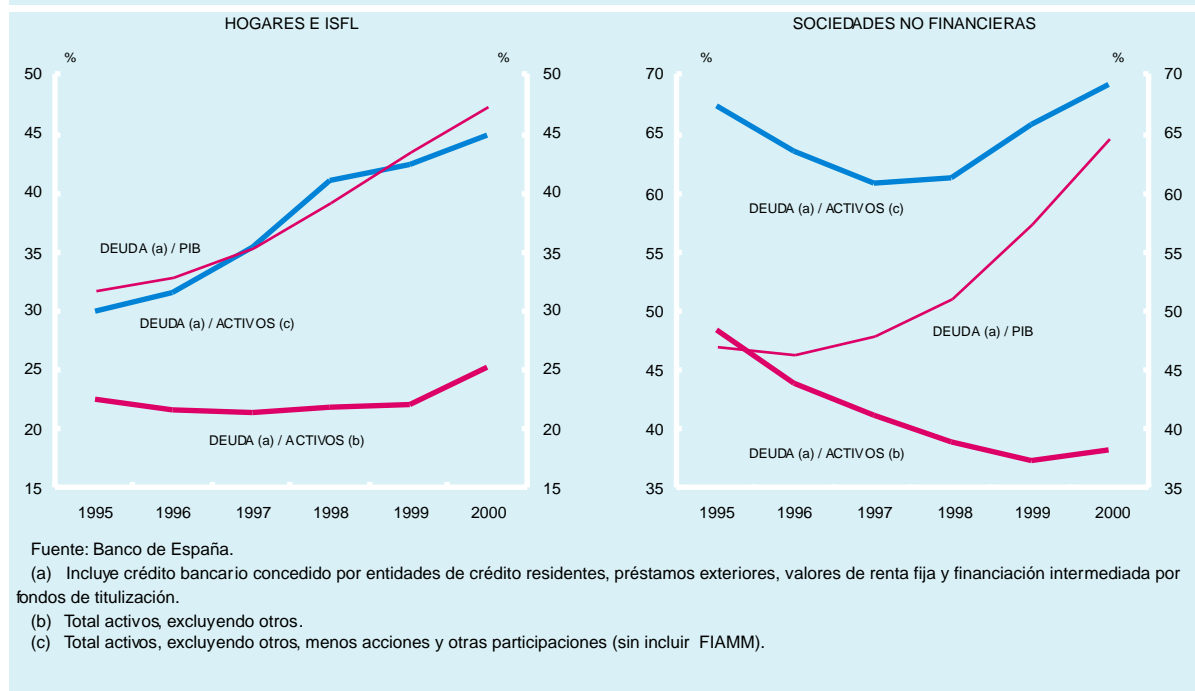
(a) Datos acumulados. La columna de la izquierda son operaciones financieras, y la de la derecha, revalorizaciones.

Adquisición neta y revalorización de activos financieros de los hogares e ISFL



Fuente: Banco de España.

(a) Para cada año la primera columna recoge las operaciones financieras por instrumentos, y la segunda, las revalorizaciones.

Ratios de endeudamiento

bancario, los préstamos exteriores y la financiación intermediada por fondos de titulización— ocasionó una nueva elevación de las *ratios* de endeudamiento en términos tanto de PIB como de los activos financieros acumulados (véase gráfico V.12). En conjunto, en el año 2000 se produjo un cierto deterioro de la posición financiera de los hogares, que podría propiciar la moderación de la demanda de financiación respecto a la observada en años anteriores, tal y como han empezado a reflejar las cifras disponibles correspondientes a los primeros meses de 2001.

Este deterioro patrimonial se produjo en un contexto en el que los activos reales y de renta variable (véase recuadro V.4) han aumentado su peso relativo en el patrimonio del sector, incrementando su grado de exposición a la evolución de los precios de la vivienda y al de los activos financieros más volátiles, si bien el nivel alcanzado por la participación de activos bursátiles en el patrimonio de las economías domésticas dista aún de los correspondientes a los hogares norteamericanos y, en menor medida, a los de otros países europeos más avanzados.

En el año 2000, el valor de mercado del activo de las sociedades no financieras se mantuvo relativamente estable, en contraste con la evolución creciente de años anteriores (véase gráfico V.11). El

fuerte crecimiento del patrimonio del sector empresarial que se había producido hasta 1999 tuvo varios efectos. Por un lado, contribuyó a disminuir el coste de la financiación de las empresas, al elevar el valor de sus garantías. Por otro, pudo aumentar la confianza de los empresarios y su disposición a endeudarse. El consiguiente crecimiento de la financiación obtenida por las sociedades no financieras en el año 2000 continuó elevando las *ratios* de endeudamiento del sector (véase gráfico V.12), en términos tanto del PIB como de los activos más fácilmente liquidables. Los niveles de endeudamiento actuales no difieren sustancialmente de los alcanzados en expansiones cíclicas anteriores. Además, los menores tipos de interés han reducido el peso relativo de la carga por intereses y la rentabilidad de las empresas españolas, como se comentó en el capítulo IV, se mantiene en niveles elevados. Sin embargo, no debe olvidarse que la expansión internacional y la creciente participación en áreas de negocio relativamente novedosas suponen un mayor grado de exposición de las empresas españolas.

Por lo que se refiere a las AAPP, su nivel de endeudamiento y su exposición han continuado reduciéndose en el año 2000, como consecuencia de la disminución de las necesidades de financiación y de

la recomposición de la estructura de la deuda a la que se ha aludido en la sección V.1.4. De acuerdo con la última declaración relativa al Protocolo de Déficit Excesivo realizada en marzo de 2001, la deuda bruta nominal consolidada era un 60,6 % del PIB.

Por último, hay que hacer mención, de nuevo, al crecimiento, en el año 2000, de la posición deudora neta frente al exterior de las instituciones de crédito y al peso de sus pasivos interbancarios frente a entidades no residentes. Asimismo, los inversores institucionales siguieron aumentando sus

activos netos exteriores. Esta evolución, con paralelismos y relaciones obvias con la del resto de sectores de la economía española, es, en definitiva, reflejo de un proceso de internacionalización que está facilitando una mejor diversificación internacional de las carteras y de las fuentes de financiación de los agentes, y que contribuye, sin duda, a una asignación más eficiente de los recursos financieros. Sin embargo, no debe minusvalorarse el hecho de que también aumenta el grado de exposición de estos sectores a una gama más amplia de factores de riesgo.

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA

EJERCICIO DE 2000

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 interna de la Inspección de Servicios y a la censura de la Comisión de Censura de Cuentas designada al efecto por el Consejo de Gobierno del Banco, por acuerdo de 22 de diciembre de 2000. 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 propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, aprobar el balance y cuentas del ejercicio del Banco, que serán remitidos a las Cortes Generales para su co-

nocimiento. 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. A efectos de facilitar su comparabilidad, las correspondientes a 1999 se han homogeneizado a la nueva estructura del balance, cuenta de resultados y normas contables aplicadas en 2000, tal como se expone en las correspondientes notas explicativas. Debe señalarse que las diferencias que, en algún caso, pudieran observarse entre los desgloses que figuran en las notas explicativas y las cifras consignadas en el balance y cuenta de resultados se deben a redondeos en las primeras.

Este documento presenta las cuentas correspondientes al ejercicio de 2000. En su apartado I se incluyen el balance y la cuenta de resultados; en el II, la memoria, con los criterios de valoración utilizados 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 1 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 2000			
(En millones de euros)			
	Núm. Nota	2000	1999
ACTIVO			
1. Oro y derechos en oro	1	4.931,16	4.872,62
2. Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro		32.757,26	32.655,83
2.1. Activos frente al FMI	2	1.727,80	1.933,49
2.2. Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	3	31.029,46	30.722,34
3. Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro		0,06	0,03
4. Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro	4	0,00	4.118,98
4.1. Depósitos, valores y préstamos		0,00	4.118,98
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	16.142,87	24.181,55
5.1. Operaciones principales de financiación		14.309,62	20.347,70
5.2. Operaciones de financiación a más largo plazo		1.821,47	3.379,30
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	453,00
5.6. Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		11,78	1,55
6. Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	6	1,97	2,75
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	11.006,79	11.632,68
9. Cuentas intra-Eurosistema	8	45.724,81	32.823,98
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. Otros activos intra-Eurosistema (neto)		40.833,38	27.932,55
10. Partidas en curso de liquidación	9	7,45	4,81
11. Otros activos		7.837,63	6.562,50
11.2. Inmovilizado material e inmaterial	10	225,64	223,50
11.3. Otros activos financieros	11	3.443,84	3.534,83
11.4. Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	12	188,18	0,00
11.5. Cuentas de periodificación del activo y gastos diferidos	13	929,90	738,97
11.6. Diversos	14	3.050,07	2.065,20
TOTAL ACTIVO		118.410,00	116.855,73

Balance del Banco de España a 31 de diciembre de 2000 (continuación)

(En millones de euros)

	Núm. Nota	2000	1999
PASIVO			
1. Billetes en circulación	15	57.198,32	58.911,16
2. Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	16	8.391,21	12.490,92
2.1. Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)		8.385,21	12.462,00
2.2. Facilidad de depósito		6,00	28,00
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	0,92
3. Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro		0,00	0,00
4. Certificados de deuda emitidos	17	0,00	3.301,82
5. Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro		30.238,29	22.082,66
5.1. Administraciones Públicas	18	29.298,24	20.947,66
5.2. Otros pasivos	19	940,05	1.135,00
6. Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	20	24,63	451,07
7. Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro		3,72	2,66
8. Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro		453,67	548,38
8.1 Depósitos y otros pasivos	21	453,67	548,38
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	22	418,35	407,86
10. Cuentas intra-Eurosistema		0,00	0,00
10.2. Pasivos relacionados con la emisión de certificados de depósito		0,00	0,00
10.3. Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)		0,00	0,00
11. Partidas en curso de liquidación	23	385,32	274,70
12. Otros pasivos		1.599,84	877,95
12.1. Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	24	0,00	1,22
12.2. Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos diferidos	25	917,53	125,25
12.3. Diversos	26	682,31	751,48
13. Provisiones	27	3.864,79	3.796,81
14. Cuentas de revalorización	28	10.068,62	9.641,37
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	5.758,70	4.063,83
TOTAL PASIVO		118.410,00	116.855,73

Cuenta de resultados del Banco de España a 31 de diciembre de 2000

(En millones de euros)

	Núm. Nota	2000	1999
Ingresos por intereses	1	4.540,61	3.091,84
Gastos por intereses	2	-919,57	-699,74
Ingresos netos por intereses		3.621,04	2.392,10
Ganancias/Pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	3	2.494,67	2.304,78
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	4	-7,00	-398,21
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		2.487,67	1.906,57
Ingresos por honorarios/comisiones		16,03	35,94
Gastos por honorarios/comisiones		-1,46	-1,33
Ingresos netos por honorarios/comisiones	5	14,57	34,61
Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	6	1,75	1,60
Resultado neto de la redistribución de la renta monetaria	7	1,85	-22,61
Otros ingresos	8	41,23	139,17
TOTAL INGRESOS NETOS		6.168,11	4.451,44
Gastos de personal	9	-174,76	-170,35
Gastos en bienes y servicios	10	-51,97	-54,08
Amortización del inmovilizado	11	-16,60	-16,22
Costes de producción de billetes	12	-68,13	-56,41
Otros gastos	13	-1,39	-0,85
TOTAL GASTOS OPERATIVOS		-312,85	-297,91
Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones	14	-96,56	-89,70
BENEFICIO DEL EJERCICIO	15	5.758,70	4.063,83

V.º B.º
El Gobernador,



JAIME CARUANA

El Interventor General,



ANTONIO ROSAS

II. MEMORIA EXPLICATIVA

II.1. CRITERIOS DE VALORACIÓN

1. Principios básicos

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

- realidad económica y transparencia;
- 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 han contabilizado 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, 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 trimestre natural se valoran las existencias al precio de mercado de la onza troy de oro fino, facilitado por el Banco Central Europeo, efectuándose los ajustes contables oportunos, sin modificación del precio medio contable.

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 compra-venta independiente, al vencimiento de la operación.

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.

Valores extranjeros

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 extranjeros son objeto de regularización trimestral, 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 gastos. Tanto unas como otras son canceladas al final del trimestre siguiente.

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 trimestre 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.

Las referencias efectuadas en este apartado a los precios de adquisición y de mercado se entenderán referidas a la divisa correspondiente cuando se trate de valores denominados en moneda extranjera, traspasando estos importes a euros, según se establece en el apartado siguiente.

Divisas convertibles

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.

El último día de cada trimestre natural se valoran las existencias al cambio medio de mercado, efectuándose los ajustes correspondientes, sin modificar el precio medio contable. Las minusvalías existentes a fin de ejercicio, por clase de divisa, se llevan a la cuenta de resultados, modificándose el cambio medio contable. Tales minusvalías se consideran irreversibles.

Billetes extranjeros

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

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. 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.

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.

Deuda anotada

Los criterios empleados en la contabilización y valoración de la deuda anotada son equivalentes a los ya expuestos en el apartado relativo a los valores extranjeros.

Participaciones en instituciones y otras entidades

Las 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

En general, 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 bienes adquiridos con cargo al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales se consideran automáticamente amortizados.

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 2000 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

Las compras de plata se contabilizan al precio de adquisición. A fin de ejercicio, se regularizan las existencias al precio de la onza troy en dólares USA del mercado de Londres en dicha fecha, valorados estos últimos a su cambio en euros. Esta regularización se lleva a cabo solo en el caso de que el importe así obtenido fuera inferior al contable.

Billetes

Los billetes en circulación se registran en el pasivo del balance por su valor facial, y el coste de su compra se registra como gasto en el ejercicio correspondiente.

Reconocimiento de ingresos y gastos

Los ingresos y gastos se registran en el periodo 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. En el caso de pérdidas no realizadas en algún elemento a final de año, su coste medio se reduce hasta ajustarlo al precio de mercado y/o tipo de cambio de fin de año.

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, traspasándose a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se llevan a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias en la medida en que excedan a las ganancias previas por revalorizaciones registradas en las correspondientes cuentas de revalorización, no revirtiendo en años siguientes frente a nuevas ganancias no realizadas. Las pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro, no se compensan con las ganancias no realizadas en otra moneda o valor.

Las primas o descuentos en valores emitidos o adquiridos se calculan y presentan como ingresos o gastos por intereses y se amortizan 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 (1)

La posición a plazo en moneda extranjera, formada por las operaciones a plazo en divisas, por la parte a plazo de las operaciones *swaps* de divisas y por otros instrumentos relativos a operaciones de cambio de una moneda por otra en una fecha futu-

(1) 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.

ra, 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.

II.2. NOTAS EXPLICATIVAS AL BALANCE

1. Oro y derechos en oro

Las tenencias de oro se elevan a 4.931,16 millones de euros, equivalentes a 16,829 millones de onzas troy (2) de oro fino, valoradas a 293,01 euros por onza. Como consecuencia de la subida del precio de mercado del oro en el ejercicio, su saldo en euros supera en 58,54 millones al de 1999. Por otra parte, el número de onzas se ha mantenido sin apenas variación a lo largo del ejercicio (las existencias a fin de 1999 ascendieron a 16,830 millones de onzas).

2. Activos frente al FMI

Se recogen en este subgrupo de cuentas: **a)** los Derechos Especiales de Giro en el tramo de Reservas (1.270,64 millones de euros), que incluyen la posición neta en el FMI (1.270,64 millones de euros) y la posición tramo euros y su cuenta de contrapartida (3.089,54 millones de euros con signo positivo y negativo); **b)** los Derechos Especiales de Giro en el FMI (311,71 millones de euros), y **c)** Otros activos frente al FMI (145,46 millones de euros). En conjunto, el valor de los activos frente al FMI se redujo en 205,69 millones de euros respecto a su saldo en 1999, debido a diversos factores, entre los que destacan las

operaciones realizadas a través del FMI, básicamente ayudas a otros países y amortizaciones de préstamos, que han supuesto una reducción neta de 196,94 millones de euros, a la que hay que sumar otros 8,83 millones de euros por la regularización de las existencias de DEG. En 2000 no tuvo lugar ninguna modificación en la cuota de España en el FMI.

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 31.029,46 millones de euros, con el detalle que figura en el cuadro siguiente.

(En millones de euros)

Tipo de activo	2000	1999
Depósitos	446,07	253,60
Valores	30.353,62	30.238,30
Préstamos y otros	239,70	243,24
Provisión para préstamos	-14,57	-14,86
Billetes de fuera del área del euro	4,64	2,06
TOTAL	31.029,46	30.722,34

El 97 % de los saldos con bancos extranjeros, préstamos denominados en moneda extranjera e inversiones en valores, al final del ejercicio de 2000, estaban denominados en dólares USA.

El aumento en este subgrupo de cuentas (307,12 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 ventas netas de divisas	-1.184,78
Por disminución de la posición en <i>swaps</i> de oro, vivos a fin de año	-94,64
Por incremento del precio de mercado de los valores extranjeros	570,41
Por incremento del tipo de cambio de mercado	754,62
Por incremento de los intereses implícitos devengados de los valores	264,24
Otras	-2,73
TOTAL	307,12

En el apartado de «Préstamos y otros» se incluyen, entre otros, determinados activos considerados en situación especial, por un importe total de 24,84 millones de euros y sobre los cuales se han constituido provisiones por riesgo-país y otras por 14,57 millones.

(2) Cada onza troy es equivalente a 31,1035 gramos.

4. Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro

Se recogen en este grupo de cuentas, con saldo cero, el importe neto de los convenios bilaterales denominados en euros, y el saldo de las cuentas de corresponsalia en euros con otros bancos centrales no participantes en el Eurosistema. En el ejercicio anterior se incluía también la posición deudora de estos bancos centrales procedente de los pagos transfronterizos realizados a través de TARGET (3). Estos últimos saldos, junto con los saldos por pagos TARGET frente a los bancos centrales del área del euro, son objeto de compensación a partir de diciembre de 2000 a través de un proceso diario, siendo sustituidos por una posición neta frente al Banco Central Europeo reflejada en la partida 9.4 del activo del balance «Otros activos intra-eurosistema (neto)». Por tanto, a fin de año, los saldos incluidos en este grupo de cuentas mostraban saldo cero, siendo esta la causa principal de la reducción producida frente al ejercicio anterior en 4.118,98 millones de euros.

5. Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria

Recoge los préstamos otorgados en euros a entidades financieras del área del euro a través de los que se ejecuta la política monetaria, siendo las operaciones principales de financiación el instrumento mediante el que se facilita el grueso de la misma.

Aunque los datos al día 31 de diciembre de 2000 son inferiores en un 33,24 % respecto a los de 1999 [16.142,87 millones de euros en 2000, frente a 24.181,55 (4) en 1999], hay que señalar que el flujo medio diario de financiación otorgada a lo largo del año aumentó en un 6,94 %, pasando de 13.644,20 millones en 1999 a 14.591,41 en 2000. Dicho aumento estuvo relacionado, fundamentalmente, con la necesidad de compensar parte de la liquidez de- traída por la venta de activos exteriores.

(3) Sistema bruto de liquidación de transferencias automatizadas transeuropeas en tiempo real.

(4) Las cifras correspondientes a 1999 han sido ajustadas para poder ser comparadas con las del 2000, debido a que el subgrupo «5.7.—Otros activos en euros frente a entidades de crédito del área del euro», en las Cuentas Anuales de 1999, ha pasado a recogerse como rúbrica independiente con el número «6.—Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro», en el año 2000.

En cumplimiento de lo establecido en el artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994, hay que señalar que en el ejercicio de 2000 no se ha concedido ningún crédito a las instituciones financieras en condiciones inferiores a las de mercado.

6. Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro

Recoge el saldo de las cuentas corrientes a la vista en entidades de crédito de otros países del área del euro. En 1999, estas partidas se encontraban registradas en el epígrafe 5 del activo «Préstamos en euros a instituciones financieras monetarias del área del euro».

El saldo vivo a cierre de ejercicio, 1,97 millones de euros, muestra un descenso del 28,36 %, debido a la disminución del saldo de las cuentas de corresponsalia en instituciones financieras residentes en el área del euro.

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 2000 de los créditos otorgados al Estado asciende a 9.343,80 millones de euros, según el siguiente detalle:

(En millones de euros)			
Tipo de activo	31.12.2000	Amortiza- ción	31.12.1999
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 3/1983	2.343,02	97,62	2.440,64
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 4/1990	6.253,18	347,40	6.600,58
Subrogación créditos a Tabacalera, S.A. (Ley 31/1991)	12,90	12,90	25,80
Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales	734,70	40,82	775,52
TOTAL	9.343,80	498,74	9.842,54

La variación experimentada se debe exclusivamente a la cuota de amortización anual de los citados créditos, cuyas cuantías quedan reflejadas en el cuadro anterior.

b) Seguridad Social.

Este subgrupo de cuentas, por 1.662,99 millones de euros, se corresponde con el 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 presente ejercicio, 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.

La reducción experimentada en 127,15 millones de euros se corresponde, en un importe de 50,19 millones, con el cobro de la sexta cuota de amortización relativa al crédito de 501,90 millones de euros. El importe de la mencionada cuota de amortización fue recuperado por 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. El resto, 76,96 millones, se corresponde con el cobro de la primera cuota de amortización relativa al crédito de 1.539,19 millones de euros.

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. La contrapartida de dicha transferencia es este activo, el cual, por otra parte, está sujeto a una posible reducción de hasta un 20 % de su valor inicial, en el caso de que el Banco Central Europeo incurriese en pérdidas no realizadas por diferencias de tipo de cambio y no pudiese cubrirlas ni con sus reservas ni mediante la apropiación de la renta monetaria del ejercicio puesta en común por los bancos centrales nacionales que forman el Eurosistema. En 2000 no fue necesario utilizar esta modalidad de compensación de pérdidas, al haber obtenido beneficios el BCE.

c) Otros activos intra-Eurosistema (neto)

Su saldo, 40.833,38 millones de euros, recoge la posición del Banco de España frente al BCE por las transferencias emitidas y recibidas a través de TARGET, tanto con los bancos del Eurosistema como con bancos centrales de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro. Recoge también los saldos mantenidos con los bancos centrales del Eurosistema a través de cuentas de corresponsalia, constituyendo estos últimos una parte insignificante del total.

Con respecto a las transferencias realizadas a través de TARGET, hay que señalar que, como ya se mencionó en la nota 4 anterior, a partir del 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, siendo este último, 40.831,53 millones, la parte más relevante del importe que se refleja en el presente epígrafe del balance.

A partir del año 2000, este epígrafe recoge también el activo frente al BCE procedente, en su caso, del proceso de puesta en común y redistribución de la renta monetaria entre los bancos centrales del Eurosistema (5), de acuerdo con la revisión efectua-

(5) Hasta 1999, este activo se incluía dentro del apartado 11.6 del balance «Otros activos.—Diversos», habiéndose modificado, en esta Memoria, la presentación de las cifras correspondientes a dicho ejercicio (2,15 millones) para adecuarlas a la estructura actual.

da por el Consejo de Gobierno del BCE de la Orientación que regula las normas de elaboración de los balances armonizados. A 31 de diciembre de 2000, su importe ha ascendido a 1,85 millones de euros, siendo dicha cantidad el resultado de una aportación por renta monetaria de 1,91 millones y una reasignación al Banco de España de 3,76 millones de euros.

9. Partidas en curso de liquidación (6)

Su saldo de 7,45 millones de euros, corresponde, fundamentalmente, a efectos y documentos en trámite de compensación (6,25 millones).

10. Inmovilizado material e inmaterial

El saldo de este subgrupo de cuentas ascendía, al cierre del ejercicio, a 225,64 millones de euros, de los que 402,26 millones correspondían a su coste y 176,62 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 2000	231,67	73,17	4,44	78,78	388,06
Altas	2,24	5,69	11,66	3,00	22,59
Bajas	-0,49	-4,15	-3,43	-0,32	-8,39
31 diciembre 2000	233,42	74,71	12,67	81,46	402,26

(En millones de euros)					
Amortización acumulada	Inmuebles e instalaciones	Mobiliario y equipamiento	Inmovilizado en curso	Otro inmovilizado	Total
1 enero 2000	90,83	59,75	—	13,97	164,55
Variaciones en el ejercicio	8,71	1,63	—	1,73	12,07
31 diciembre 2000	99,54	61,38	—	15,70	176,62

Las tenencias de plata del Banco, valoradas en 28,48 millones de euros, están incluidas en «Otro inmovilizado» y experimentaron un aumento respecto al ejercicio anterior de 0,2 millones de euros, como consecuencia de la activación de los gastos derivados

(6) El título de este grupo de cuentas, que se denominaba «Partidas pendientes de cobro» en el ejercicio anterior, se ha modificado para armonizarlo con el utilizado en el balance consolidado del Eurosistema, publicado por el BCE.

del afinado y resellado de las existencias para que alcanzasen la condición de *London Good Delivery*.

11. Otros activos financieros

El 99 % del importe de este subgrupo de cuentas corresponde a la cartera de deuda anotada, en la que el Banco de España tiene invertidos 3.443,23 millones de euros, cuya disminución, 91,26 millones de euros, respecto al saldo del pasado ejercicio se debió, fundamentalmente, a las amortizaciones de valores a su vencimiento, así como a la disminución en intereses implícitos devengados, compensado en parte por las plusvalías registradas.

12. 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 de mercado vigentes a fin del ejercicio. Cuando dicha posición es acreedora, tal como sucedió en 1999, se coloca bajo el mismo título en el epígrafe «12.1.» del pasivo. Su saldo al final del presente ejercicio, 188,18 millones de euros, es el valor neto de las operaciones a plazo vivas en ese momento, así como de una operación *swap* entre divisas.

13. Cuentas de periodificación del activo y gastos diferidos

Del total de este subgrupo de cuentas (929,90 millones de euros), los componentes principales son los intereses devengados y no cobrados de valores en moneda extranjera (358,73 millones); los de la cartera de deuda del Estado anotada (161,78 millones), los devengados por el activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE (154,93 millones) y los devengados y no cobrados a fin de año por el saldo neto de las cuentas intra-eurosistema procedentes de las transferencias realizadas a través de TARGET (176,29 millones).

14. Diversos

El componente más significativo de este subgrupo, un 94,4 % del total, corresponde al ingreso efectuado al Tesoro, el 2.11.2000, por el 70 % de los beneficios devengados y contabilizados en el Banco hasta el 30 de septiembre de 2000, cuyo importe ascendió a 2.878,92 millones de euros.

La diferencia (1,42 millones de euros) entre el importe recogido para este grupo de cuentas en 1999 y el que aparece para dicho año en la columna que, a efectos comparativos con el balance de 2000, se publica en estas Cuentas Anuales se debe a la razón comentada en la nota 5 a pie de la página 142 y a la reclasificación en este grupo del activo de los «Créditos documentarios autorizados y no pagados» (0,74 millones de euros) que, en 1999, se recogían en el pasivo, restando de las «Obligaciones a pagar por créditos documentarios».

15. Billetes en circulación

La distribución por denominaciones de los billetes en circulación a 31.12.2000 es la siguiente:

(En millones de euros)		
Denominaciones	2000	1999
1.000 PTA	1.514,74	1.574,21
2.000 PTA	2.994,34	3.164,23
5.000 PTA	18.837,69	20.734,52
10.000 PTA	33.887,42	33.471,71
En poder de otros bancos del SEBC	-35,87	-33,51
TOTAL	57.198,32	58.911,16

El saldo de billetes en circulación se redujo en un 2,9 % respecto del importe registrado al cierre del ejercicio anterior, debido al incremento de carácter coyuntural que experimentaron los billetes en circulación al final de 1999 como consecuencia del denominado «efecto 2000».

16. 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 8.391,21 millones de euros, al cierre del ejercicio de 2000. La disminución experimentada por los mismos respecto al año anterior se concentró en las cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas), que pasaron de 12.462,00 millones de euros en 31.12.1999, a 8.385,21 millones en 31.12.2000. Dicha reducción estuvo relacionada, fundamentalmente, con la decisión tomada por las entidades de crédito a finales de 1999 de cubrirse de posibles riesgos por el denominado «efecto 2000». A pesar del fuerte incremento registrado en los saldos de estas cuentas a fin de 1999, el saldo medio anual de las mismas durante el ejercicio 2000, que

ascendió a 9.009,71 millones, fue un 10,2 % superior al de 1999 (8.174,54 millones).

17. Certificados de Deuda emitidos

Recoge los certificados a plazo emitidos por el Banco de España para detraer liquidez del sistema financiero, de acuerdo con la Orden Ministerial de 21 de febrero de 1990, por la que se modificaba el coeficiente de caja de los intermediarios financieros. Como consecuencia de que la amortización total de dichos certificados finalizó en septiembre del año 2000, esta cuenta presentaba saldo cero al cierre de este ejercicio.

18. 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 29.298,24 millones de euros, con el siguiente detalle:

(En millones de euros)		
	2000	1999
Administración Central (Estado)	22.907,41	16.866,33
<i>Tesoro Público.-Cuenta corriente</i>	<i>20.536,27</i>	<i>14.846,40</i>
<i>Otras administraciones de la Administración Central del Estado y similares</i>	<i>2.371,14</i>	<i>2.019,93</i>
Administraciones Territoriales	149,79	165,82
<i>Comunidades Autónomas, Organismos Administrativos y similares</i>	<i>140,89</i>	<i>162,54</i>
<i>Administración Local</i>	<i>8,90</i>	<i>3,28</i>
Administraciones de la Seguridad Social	6.241,04	3.915,51
TOTAL	29.298,24	20.947,66

El elevado aumento del saldo de este subgrupo de cuentas (29.298,24 millones de euros al cierre de 2000, frente a 20.947,66 millones al cierre de 1999) se debió, fundamentalmente, al incremento experimentado por la cuenta corriente del Tesoro, que pasó de 14.846,40 a 20.536,27 millones, y al aumento del saldo de las cuentas de la Seguridad Social, que pasaron de 3.915,51 a 6.241,04 millones.

19. Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro.—Otros pasivos

Recogen 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 2000 era de 940,05 millones de euros, y su variación respecto al cierre del ejercicio anterior, con una reducción de 194,95 millones de euros, se debió fundamentalmente a la disminución en los saldos de las cuentas corrientes de organismos públicos del Estado, tanto de organismos autónomos como de entes públicos empresariales.

20. Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro

Debido fundamentalmente al proceso diario de compensación ya comentado en las notas 4 y 8 c), el saldo de este grupo, 24,63 millones de euros, experimentó una reducción respecto al ejercicio anterior de 426,44 millones de euros.

21. Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro.—Depósitos y otros pasivos

El 99,87 % de estos pasivos, cuyo saldo ascendía a 453,67 millones de euros al cierre del ejercicio, corresponde a deudas derivadas de operaciones temporales relacionadas con la gestión de las reservas exteriores del Banco de España. El importe del total de este grupo de cuentas se redujo en 94,71 millones de euros.

22. Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI

Con un importe de 418,35 millones de euros, recoge la equivalencia de los DEG asignados a España en proporción a su cuota como miembro del Fondo Monetario Internacional.

23. Partidas en curso de liquidación (7)

De los 385,32 millones de euros que refleja el saldo de este grupo de cuentas, 333,67 correspon-

den a transferencias ordenadas por entidades de crédito pendientes de abono al cierre del ejercicio, cuenta a la que corresponde, también, la parte más importante del incremento del grupo respecto a 1999 (74,75 millones de un total de 110,62).

La diferencia entre el importe publicado para este grupo de cuentas en 1999 y el que aparece para dicho año en estas Cuentas Anuales (13,89 millones de euros) se debe, fundamentalmente, a la reclasificación en este grupo de determinadas cuentas relativas a transferencias pendientes de ejecución (13,15 millones de euros), que en 1999 se recogían en el subgrupo «Otros pasivos.—Diversos» y, en un pequeño importe (0,74 millones de euros), a la reclasificación mencionada en la nota «14.—Diversos», del activo.

24. Otros pasivos.—Diferencias por valoración de partidas de fuera del balance

Véase la nota número 12.

25. Otros pasivos.—Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos diferidos

La partida más significativa de este subgrupo de cuentas, cuyo importe total asciende a 917,53 millones de euros, corresponde a beneficios, ordinarios y presistema, imputables a la compraventa de divisas en operaciones a plazo que se encuentran pendientes de ejecución a fin de año (620,65 millones), recibiendo estos beneficios la consideración de no realizados hasta la ejecución de las mencionadas operaciones. El resto corresponde principalmente a los intereses devengados por las cuentas corrientes remuneradas, entre las que cabe destacar las correspondientes a la Seguridad Social (232,81 millones de euros) y al Tesoro (30,69 millones de euros).

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, 379,49 millones de euros, representa el valor actual de la deuda reconocida por el Banco de España a favor de la Mutualidad de sus empleados por los compromisos asumidos con la misma, que se ha reducido en 16,54 millones de euros durante el ejercicio, y los «Intereses acreedores liquidados pendientes de aplicación.—Cuentas suspensivas» (correspondientes al crédito otorgado en su día

(7) El título de este grupo de cuentas, que se denominaba «Partidas pendientes de pago» en el ejercicio anterior, se ha modificado para armonizarlo con el utilizado en el balance consolidado del Eurosistema, publicado por el BCE.

a la Seguridad Social, al que se hace referencia en la nota 7, cuyo saldo al cierre del ejercicio ascendía a 200,76 millones de euros, con una disminución de 50,19 millones respecto al ejercicio anterior.

También figuran en este subgrupo los impuestos pendientes de pago, por importe de 7,81 millones de euros, de los que 4,81 corresponden a las retenciones sobre el rendimiento del trabajo personal efectuadas a los empleados y 2,79 a los seguros y atenciones sociales a pagar.

La diferencia entre el importe recogido para este grupo de cuentas en el ejercicio de 1999 y en la columna relativa a dicho ejercicio que, a efectos comparativos, se publica en estas Cuentas Anuales (13,15 millones de euros) se debe a la razón señalada en la nota «23.—Partidas en curso de liquidación».

27. Provisiones

Excepto las provisiones riesgo-país, que se presentan en balance minorando el valor de los activos correspondientes, el resto se registran en el presente grupo, con el detalle siguiente:

(En millones de euros)

	2000	1999
Por riesgos y gastos	96,92	4,18
Por cobertura de riesgos por tipo de cambio.—Cta. pre-sistema	3.767,58	3.767,58
Por pérdidas del BCE cubiertas con renta monetaria	—	3,94
Por pérdidas del BCE cubiertas con aportaciones adicionales	—	20,81
Por otros motivos	0,29	0,30
TOTAL	3.864,79	3.796,81

La cuenta de provisiones más relevante, sin variación en el ejercicio, es la relativa a la «Cobertura de riesgos por tipo de cambio.—Pre-sistema», creada por acuerdo de la Comisión Ejecutiva de 26 de enero de 1999, con objeto de cubrir tanto el riesgo futuro por tipo de cambio de las reservas exteriores del Banco de España como las posibles contingencias por minusvalías latentes de las reservas transferidas al Banco Central Europeo.

El incremento experimentado por la provisión para riesgos y gastos se debió, fundamentalmente, a la constitución de una provisión para la cobertura de los socorros por fallecimiento y jubilación establecida en el artículo 190 del Reglamento de Trabajo del Banco (88,24 millones), tal como se indica en la nota 8 de la cuenta de resultados.

Por otra parte, hay que señalar que en el presente ejercicio el BCE ha obtenido beneficios, por lo que no ha sido necesario constituir provisión alguna para la cobertura de sus pérdidas, a diferencia de lo ocurrido el año anterior.

28. Cuentas de revalorización

Este grupo incluye las revalorizaciones procedentes de plusvalías no realizadas en activos y pasivos financieros. Su detalle es el siguiente:

(En millones de euros)

Clase de cuenta	2000	1999
Cuentas de revalorización pre-sistema	4.137,23	4.763,33
Por diferencias de tipo de cambio	1.177,74	1.729,83
Por diferencias de precio	2.959,49	3.033,50
Oro	2.565,67	2.565,79
Valores en moneda extranjera	41,48	96,09
Deuda pública anotada	352,34	371,62
Cuentas de revalorización ordinaria	5.931,39	4.878,04
Por diferencias de tipo de cambio	4.536,43	4.151,58
Por diferencias de precio	1.394,96	726,46
Oro	784,95	726,22
Valores en moneda extranjera	570,76	0,24
Deuda pública anotada	39,25	0,00
TOTAL	10.068,62	9.641,37

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 626,10 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 2000		Total
	Por materialización de plusvalías en ventas y amortizaciones	Por compensación de minusvalías latentes	
Por diferencias de tipo de cambio	552,09	—	552,09
Por diferencias de precio	72,42	1,59	74,01
Oro	0,12	—	0,12
Valores en moneda extranjera	54,61	—	54,61
Deuda pública anotada	17,69	1,59	19,28
TOTAL	624,51	1,59	626,10

Por lo que respecta a las cuentas de revalorización ordinaria, que han experimentado un incremento de 1.053,35 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	384,85
Por diferencias de precio	668,50
Oro	58,73
Valores en moneda extranjera	570,52
Deuda pública anotada	39,25
TOTAL	1.053,35

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 Benéfico-Sociales (11,54 millones de euros), han ascendido a 5.758,70 millones de euros, superiores en un 41,7 % a los de 1999. Del citado importe, 2.878,92 millones, tal como se señala en la nota 14 anterior, fueron ingresados al Tesoro el 2.11.2000, de acuerdo con lo dispuesto en el Real Decreto 1746/1999, de 19 de noviembre.

A lo largo del ejercicio también se ingresaron en el Tesoro las cantidades que se citan, correspondientes a los beneficios de 1999:

- El día 1.2.2000, 1.751,60 millones de euros, hasta alcanzar el 90 % de los beneficios de 1999, que ascendieron a 4.063,83 millones de euros.
- El día 31.8.2000, una vez aprobado por el Consejo de Ministros el Balance y Cuenta de Resultados del año 1999, 406,38 millones de euros, como importe restante de los beneficios de dicho ejercicio.

El detalle de los diferentes componentes que integran los beneficios de 2000 figura en el apartado II.3, siguiente, relativo a la Cuenta de Resultados.

II.3. NOTAS EXPLICATIVAS A LA CUENTA DE RESULTADOS

1. 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	
	2000	1999	2000	1999	2000	1999
Valores	1.999,66	1.737,74	170,74	138,19	2.170,40	1.875,93
Otros activos	216,31	65,76	2.153,90	1.150,15	2.370,21	1.215,91
TOTAL	2.215,97	1.803,50	2.324,64	1.288,34	4.540,61	3.091,84

Del total de los 2.215,97 millones, correspondientes a intereses de 2000 por inversiones en moneda extranjera, los procedentes de inversiones en valores de renta fija en dólares USA se elevan a 1.946,01 (87,8 %), correspondiendo cantidades muy inferiores a los originados por los DEG, dólares canadienses, oro, etc. El saldo medio mantenido de las citadas inversiones en dólares USA ha sido de 27.452 millones, con una rentabilidad media del 6,3 %.

Los intereses de las inversiones en euros (2.324,64 millones) provienen, en resumen, de los siguientes activos:

(En millones de euros y %)

Activos	Inversión media	Intereses	Rentabilidad media en 2000
Créditos a entidades por operaciones de política monetaria	14.591	596,41	4,0 %
Saldo neto frente a los bancos centrales de la Unión Europea	33.465	1.396,86	4,1 %
Activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE	4.447	154,93	3,4 % (a)
Cartera de deuda anotada y otros	3.551	176,44	4,9 %
TOTAL	56.054	2.324,64	4,1 %

(a) El activo de contrapartida frente al BCE se remunera al 85 % del tipo marginal de intervención en las operaciones principales de financiación.

En un análisis comparativo frente al ejercicio anterior, cabe destacar el incremento neto producido en el conjunto de los intereses obtenidos (1.448,77 millones de euros), debido, fundamentalmente, a los siguientes hechos:

- El aumento en la rentabilidad media de los principales activos (la rentabilidad de los dólares USA invertidos ha pasado del 4,8 % al 6,3 %, y la de las inversiones en euros ha pasado del 2,8 % al 4,1 %).
- La apreciación del tipo de cambio del dólar frente al euro durante el año 2000 (los intereses se han registrado a un cambio medio dólar/euro de 1,02 en 1999 y de 0,91 en el año 2000).
- El incremento de la inversión media en activos denominados en euros, con un aumento de casi 10.000 millones sobre la del ejercicio 1999.

El citado incremento se ha originado pese a la desinversión producida en activos denominados en dólares USA, con una reducción en el saldo medio de 8.099 millones de dólares.

2. Gastos por intereses

Incluye los gastos por intereses devengados por los pasivos que se citan a continuación y con el detalle siguiente:

	Financiación media	Gastos por intereses		Coste medio en 2000
		2000	1999	
Certificados emitidos por el Banco de España	1.653	-99,44	-289,05	-6,0
Remuneración de las reservas mínimas	9.010	-369,55	-223,24	-4,0
Depósitos de Administraciones Públicas	9.652	-407,91	-149,15	-4,2 (a)
Otros pasivos en euros	49	-1,48	-7,74	-3,0
Pasivos en moneda extranjera	734	-41,19	-30,56	-5,5
TOTAL	21.098	-919,57	-699,74	-4,3

(a) Los saldos a favor del Tesoro solo se remuneran por el importe que supere al de los créditos singulares otorgados al mismo.

El incremento del gasto frente al ejercicio anterior, 219,83 millones de euros, se ha debido, sobre todo, al aumento del coste medio de la financiación recibida, que, acorde con la evolución general de los tipos de interés durante el período, ha pasado del 3,6 % en 1999 al 4,3 % en 2000, así como al incremento de los depósitos mantenidos por el Tesoro Público y la Seguridad Social en el Banco de España.

Este incremento ha sido compensado parcialmente por la amortización de los Certificados del Banco de España vivos al principio del ejercicio, en cumplimiento del calendario previsto, cuyo último vencimiento tuvo lugar en septiembre de 2000.

3. Ganancias-pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras

Recoge los resultados producidos en la compra-venta de activos financieros. En 2000 han ascendido a 2.494,67 millones de euros, procedentes, fundamentalmente, de las siguientes fuentes:

- Las ganancias por tipo de cambio en venta de divisas se elevan a 2.406,99 millones de euros, de los cuales 461,26 millones corresponden a la realización de plusvalías latentes que ya existían el 31.12.1998, y el resto, 1.945,73 millones, a la de las correspondientes al ejercicio.

De los mencionados 2.406,99 millones, 2.315,22 millones, el 96,2 %, se derivan de las ventas netas diarias (LIFO diario) de dólares USA, que a lo largo del año han ascendido a un total de 11.092 millones de dólares. El resto de ganancias corresponde a la venta neta de yenes (2,24), DEG (89,19) y otras divisas.

- Las ganancias netas por precio, derivadas de la compraventa de valores extranjeros, importan 93,57 millones de euros, correspondiendo, fundamentalmente, a la venta de valores denominados en dólares USA.

Del total de 93,57 millones, 54,62 millones corresponden a la realización de plusvalías latentes existentes a 31 de diciembre de 1998, y el resto, 38,95 millones, a las plusvalías puestas de manifiesto y realizadas en el presente ejercicio debido a la evolución de los precios en el mercado.

Con respecto al ejercicio anterior, las ganancias netas en estas operaciones han experimentado un incremento de 189,89 millones de euros, debido, esencialmente, al aumento del beneficio por tipo de cambio, pese a haber habido un menor importe de las ganancias por precio.

- El incremento del beneficio por tipo de cambio, de 678,31 millones, ha sido ocasionado, fundamentalmente, por:

- La apreciación del dólar frente al euro (el beneficio por cada 100 dólares vendidos ha pasa-

do de 6,37 euros en 1999 a 16,99 euros en 2000) y la reducción en el volumen de ventas netas diarias de dólares, que ascendieron para el conjunto del año a un total de 12.800 millones de dólares en 1999, frente a 11.092 millones en 2000, han supuesto un incremento del beneficio de 1.068,76 millones de euros.

- La reducción de las plusvalías pre-sistema realizadas (861,69 millones en 1999, frente a 461,26 millones en 2000) han supuesto una minoración del beneficio de 400,43 millones.
- La disminución del beneficio por precio en valores y oro, de 479,88 millones, se ha producido, básicamente, como consecuencia de un menor importe en las plusvalías realizadas en las ventas de valores (67,02 millones), y a que en 1999 también se produjo la realización de plusvalías por la transferencia de oro al BCE (412,86 millones).

4. Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras

Recoge el quebranto derivado de la depreciación por tipo de cambio en la posición en divisas, así como de la depreciación del oro y de los valores denominados en moneda extranjera, en la parte que no puede compensarse con plusvalías latentes provenientes de ejercicios anteriores.

El quebranto registrado en 2000, por importe de 7 millones de euros, corresponde, fundamentalmente, a la depreciación de la posición en libras esterlinas, mientras que en 1999 este quebranto fue de 398,21 millones de euros, debido sobre todo a las minusvalías por precio existentes en la cartera de valores denominados en dólares USA.

5. Ingreso neto por honorarios y 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	
	2000	1999	2000	1999
Operaciones exteriores	4,07	23,93	-1,15	-1,15
Operaciones interiores	11,96	12,01	-0,31	-0,17
TOTAL	16,03	35,94	-1,46	-1,32

La fuerte reducción producida en los ingresos obtenidos en relación con las comisiones por operaciones exteriores se ha debido al carácter excepcional de las registradas en 1999 como consecuencia de la garantía prestada por el Banco de España en dicho ejercicio sobre un crédito concedido por el Banco de Pagos Internacionales de Basilea a Brasil. El resto de ingresos y gastos por comisiones apenas ha experimentado variación frente al ejercicio anterior.

6. Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones

Recoge los dividendos correspondientes a la participación del Banco de España en el capital del Banco de Pagos Internacionales de Basilea.

7. Resultado neto de la redistribución de la renta monetaria

De acuerdo con el artículo 32.5 de los Estatutos del SEBC/BCE, la renta monetaria de los bancos centrales nacionales, procedente de la gestión de la política monetaria, se asignará a dichos bancos en proporción a su participación en el capital desembolsado del BCE. El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del día 3 de noviembre de 1998, decidió que el cálculo de dicha renta monetaria se realizara mediante la aplicación de un tipo de referencia a la base monetaria definida, para este propósito, como la suma de los depósitos de las entidades de crédito en el banco emisor y sin incluir en dicha base los billetes nacionales. El tipo de referencia utilizado es el último disponible relativo a las operaciones principales de financiación, aplicado en base diaria a la base monetaria de cada banco central nacional.

En el siguiente cuadro puede verse el detalle del resultado neto para el Banco de España de la redistribución de la renta monetaria para el ejercicio 2000.

(En millones de euros)

Conceptos	Diciembre 2000
Aportaciones de renta monetaria al Eurosistema	-1,91
Reasignación de renta monetaria al Banco de España	3,76
Resultado neto de la redistribución de la renta monetaria	1,85

A este respecto, hay que señalar que, al haberse producido beneficios en el BCE en el año 2000, no

ha sido necesario emplear el importe de la renta monetaria reasignada en la cobertura de pérdidas del BCE. Por el contrario, en 1999 y en cumplimiento del artículo 33.2 de los Estatutos del SEBC/BCE, así como de la decisión del Consejo de Gobierno del BCE de 15.12.1999, las pérdidas de este obligaron a aportar, para su cobertura, el importe íntegro de la renta monetaria reasignada al Banco de España en dicho período (3,94 millones), así como una aportación adicional de 20,81 millones de euros.

8. Otros ingresos

Recoge los resultados por compraventa de la cartera de deuda pública anotada, así como otros de carácter excepcional y diverso. Su detalle es el siguiente:

(En millones de euros)		
Descripción	2000	1999
Resultados por venta de deuda pública anotada	—	–0,95
Beneficios pre-sistema deuda pública anotada	17,69	14,58
Resultados extraordinarios	22,45	124,66
Diversos	1,09	0,88
TOTAL	41,23	139,17

Dentro de los resultados extraordinarios (22,45 millones), cabe destacar las siguientes partidas:

- Beneficios extraordinarios por importe de 85,03 millones de euros, producidos fundamentalmente por el cobro a la Seguridad Social de intereses devengados en ejercicios anteriores (50,19 millones) y por distribución de reservas del FMI generadas en ejercicios anteriores (34,78 millones).
- Beneficio producido por la retirada de la circulación de los billetes de 2000 pesetas, emisión 22.07.80, que perdieron su valor liberatorio en este ejercicio (37,67 millones) (8).
- Quebrantos extraordinarios, por importe de 101,45 millones, derivados fundamentalmente de la aportación extraordinaria al Plan de Pensiones de los empleados del Banco por servicios pasados (13,04 millones) y de la constitución de una provisión para la cobertura de los Socorros por falleci-

(8) Para cubrir el quebranto derivado de la presentación en el futuro de una parte de estos billetes se ha constituido la provisión correspondiente según se explica en la nota número 14 de este documento.

miento y jubilación establecida en el artículo 190 del Reglamento de Trabajo del Banco (88,24 millones).

En 1999, las partidas más importantes dentro de los resultados extraordinarios fueron el cobro a la Seguridad Social de intereses devengados en ejercicios anteriores por importe de 50,19 millones de euros; la devolución de impuestos al Banco de España por la Agencia Estatal de la Administración Tributaria por un total de 47,57 millones, y la recuperación de parte de la provisión riesgo-país por la asunción por el Estado de deudas con la República Dominicana y Guinea Ecuatorial por importe de 25,71 millones.

9. Gastos de personal

Esta partida, que asciende a 174,76 millones de euros, incluye salarios y otros emolumentos del personal del Banco (127,87 millones), con un incremento del 3,1 % frente al ejercicio anterior; cuotas a la Seguridad Social (30,38 millones), con un aumento del 3 %; gastos de carácter social (14,28 millones), con una reducción del 3,1 %; y aportaciones al Plan de Pensiones (2,23 millones), con un incremento del 5,7 %.

10. Gastos en bienes y servicios (9)

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 20,63 millones de euros, y los gastos en inmuebles –dentro de los que destacan los de su mantenimiento–, que ascendieron a 12,66 millones de euros.

Su detalle es el siguiente:

(En millones de euros)		
Descripción	2000	1999
Gastos de oficina	–20,63	–24,72
Gastos de inmuebles	–12,66	–12,00
Transportes y comunicaciones	–4,65	–4,42
Vigilancia y seguridad	–5,18	–4,83
Gastos de formación y becas	–1,32	–1,14
Gastos diversos de funcionamiento	–6,73	–6,22
Tributos	–0,80	–0,75
TOTAL	–51,97	–54,08

(9) Dado que en el modelo armonizado de Cuenta de Pérdidas y Ganancias para el SEBC no se ha previsto explicitar los «tributos», estos se incluyen en este apartado.

11. Amortización del inmovilizado

Recoge el gasto por la depreciación estimada en los activos fijos del Banco, con el siguiente detalle:

(En millones de euros)		
Descripción	2000	1999
Amortizaciones de inmuebles	-8,85	-9,05
Amortización de elementos de transporte	-0,09	-0,08
Amortización de muebles y equipo de oficina	-5,69	-5,88
Amortización de aplicaciones informáticas	-1,78	-0,98
Otros gastos amortizables	-0,19	-0,23
TOTAL	-16,60	-16,22

12. Costes de producción de billetes

Su importe (68,13 millones de euros) corresponde a los gastos que satisface el Banco de España por la adquisición de billetes a la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre. El incremento (11,72 millones de euros; 20,8 %) se ha debido al mayor coste unitario de los billetes denominados en euros, cuya recepción se ha iniciado en el presente ejercicio.

13. Otros gastos

Corresponden al siguiente detalle:

(En millones de euros)		
Descripción	2000	1999
Gastos conducción de fondos	-0,57	-0,63
Gastos de material envases monedas y billetes	-0,65	-0,22
Otros	-0,17	—
TOTAL	-1,39	-0,85

14. Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones

Con un importe de 96,56 millones de euros, incluye, fundamentalmente, los gastos derivados de los compromisos de pago con la Mutualidad de Empleados del Banco de España (43,56 millones de euros), el incremento de la provisión por riesgo-país para la cobertura, al 100 %, de los créditos concedidos a través del Convenio Bilateral con Cuba (36,24 millones de euros), la aportación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales (11,54 millones) y la constitución de una provisión de 5,11 millones de euros para cubrir el posible canje de billetes de 2000 pesetas, emisión 22.07.80, retirados de la circulación en el presente ejercicio.

En el ejercicio anterior, en el que alcanzó un total de 89,70 millones de euros, se incluyó igualmente el gasto derivado de los pagos realizados a la Mutualidad de Empleados (45,20 millones), así como minusvalías netas en la cartera de deuda pública anotada, por importe de 39,48 millones, siendo estas las partidas más importantes en ese ejercicio.

15. Beneficio del ejercicio

Con el detalle y por las causas señaladas en las notas anteriores, el beneficio del ejercicio 2000 ha ascendido a 5.758,70 millones de euros, un 41,7 % superior al del ejercicio precedente.

Como se detalla en el cuadro siguiente, del citado importe, y en aplicación del Real Decreto 1746/1999, con fecha 1.02.2001 se han ingresado al Tesoro 2.303,91 millones de euros, correspondientes al importe necesario para alcanzar, considerando el anticipo efectuado, el 2.11.2000, de 2.878,92 millones, el 90 % de los beneficios del Banco al 31.12.2000.

(En millones de euros)		
1. Beneficios del ejercicio de 2000		5.758,70
2. Ingresos efectuados al Tesoro:		
— el 2.11.2000, por el 70 % de los beneficios a 30.9.2000	2.878,92	
— el 1.2.2001, por la diferencia con el importe anterior para alcanzar el 90 % de los beneficios a 31.12.2000	2.303,91	5.182,83
3. Beneficios pendientes de ingreso, en su caso, al Tesoro (a)		575,87
TOTAL (2 + 3)		5.758,70
(a) Una vez aprobadas por el Gobierno las cuentas anuales de este ejercicio 2000, se efectuará el ingreso al Tesoro del importe restante que proceda.		

III. INFORMACIÓN ESPECÍFICA SEGÚN EL ARTÍCULO 4 DE LA LEY DE AUTONOMÍA DEL BANCO DE ESPAÑA

1. Aportaciones efectuadas por el Banco a los Fondos de Garantía de Depósitos (artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994)

La aportación del Banco de España a los Fondos de Garantía de Depósitos está regulada por el artículo 3.º del Real Decreto 18/1982, según redacción dada por la disposición adicional séptima del Real

Decreto-Ley 12/1995, de 28 de diciembre, y el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, que desarrolla el régimen jurídico de los citados Fondos.

Este último Real Decreto estableció que los Fondos de Garantía de Depósitos, solo excepcionalmente, «podrán nutrirse con aportaciones del Banco de España, cuya cuantía se fijará por Ley». En el año 2000 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 2000, 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 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 Es-

(En millones de euros y %)

Saldos medios de los créditos vivos durante 2000, cuyos tipos han resultado inferiores a los de referencia				
Título	Saldo medio estimado en 2000	Tipo de interés percibido	Tipo de interés de referencia	Lucro cesante estimado
Endeudamiento neto del Estado	854,53	0	4,05	34,61
Créditos a la Seguridad Social	1.789,10	0	4,05	72,46
Préstamos vivienda y anticipos a empleados	128,40	1,97	4,05	2,67
Préstamos vivienda	110,52	2,29	4,05	1,95
Anticipos reintegrables	17,88	0	4,05	0,72
TOTALES	2.772,03	0,09	4,05	109,74

tado 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 ha sido la media mensual del tipo de interés de las operaciones principales de financiación durante el ejercicio.

1. INFORME DE LOS AUDITORES EXTERNOS



Paseo de la Castellana, 43
28046 Madrid
Tel. +34 915 684 400
Fax +34 913 083 566

**Al 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 2000, la cuenta de resultados y la memoria correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha, cuya formulación es responsabilidad de su Consejo de Gobierno. Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las citadas cuentas anuales en su conjunto, basada en nuestra auditoría.

Hemos llevado a cabo nuestra auditoría de acuerdo con las Normas Internacionales de Auditoría, que requieren que planifiquemos y llevemos a cabo la auditoría de tal forma que obtengamos una seguridad razonable de que las cuentas anuales no contienen errores significativos. Una auditoría requiere el examen, mediante la realización de pruebas selectivas, de la evidencia justificativa de las cuentas anuales y la evaluación de su presentación. Asimismo, incluye una evaluación de las estimaciones realizadas y acerca de si los principios contables utilizados son adecuados a las circunstancias del Banco de España y se desglosan adecuadamente. Entendemos que nuestro trabajo constituye una base adecuada para nuestra opinión.

En las cuentas anuales adjuntas se presentan, a efectos comparativos, con cada una de las partidas del balance y de la cuenta de resultados, además de las cifras del ejercicio 2000, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere exclusivamente a las cuentas anuales del ejercicio 2000. Con fecha 1 de junio de 2000 emitimos nuestro informe de auditoría acerca de las cuentas anuales del ejercicio 1999 en el que expresamos una opinión favorable.

En nuestra opinión, las cuentas anuales del ejercicio 2000 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 2000 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.

Juan José Hierro
Socio-Auditor de Cuentas

31 de mayo de 2001

PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L. - R. M. Madrid, hoja 87.250-1, folio 75, tomo 9.267, libro 8.054, sección 3ª
Inscrita en el R.O.A.C. con el número 50242 - CIF: B-79031290

PwC-059

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 2000.

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 2000, elaboradas por la Intervención General del Banco de España; 2) Estudio de la auditoría interna del Balance y de la Cuenta de Resultados del Banco de España

correspondientes a 2000, realizada por la Inspección de Servicios del Banco de España; 3) Estudio de la documentación solicitada por los miembros de esta Comisión a los auditores externos independientes; 4) Entrevista con los responsables de la auditoría externa independiente, 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 2000 reflejan fielmente el patrimonio y la situación económica y financiera del Banco de España.

Madrid, a 30 de mayo de 2001.

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 2000 y los primeros tres meses del año 2001.

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 lle-

va 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 2000, especificando el mes de la fecha de la norma y el mes en que se publicó el *Boletín económico* trimestral donde fueron analizadas. Dentro de este catálogo, y al igual que ocurrió por primera vez en 1998, cabe reseñar el establecimiento de un nuevo epígrafe independiente que recoge todas las disposiciones que afectan al Banco Central Europeo (BCE) y al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

23.4.2001.

1. PRINCIPALES NORMAS RELATIVAS AL SISTEMA FINANCIERO ADOPTADAS DESDE ENERO DE 2000 A MARZO DE 2001

2000	
ENERO	<p>DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE 2000 Y ENERO DE 2001.—La Ley 54/1999, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2000, autorizó al Gobierno para que, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, pueda incrementar el saldo de la deuda del Estado durante este año hasta un importe de 1,708 billones de pesetas, que será efectivo al término del ejercicio, pudiendo ser sobrepasado durante el mismo, y prevé las causas por las que se revisará automáticamente. El RD 68/2000, de 21 de enero, y la OM de 25 de enero de 2000 dispusieron la creación y las condiciones de emisión de deuda del Estado para el año 2000 y enero de 2001, con el límite en este último mes del 15 % del volumen autorizado para el año 2000; y dos Resoluciones de 27 de enero de 2000 del Tesoro concretaron determinadas emisiones de deuda e hicieron público el calendario de subastas ordinarias de letras, bonos y obligaciones del Estado, que se ofertarán durante ese período.</p> <p>En sentido amplio, continúan los mismos instrumentos, técnicas, prácticas y demás elementos que configuraron la política de deuda para 1999. En cuanto a la formalización de la deuda pública, esta adoptará, como en años anteriores, la modalidad de letras del Tesoro —a seis, a doce y a dieciocho meses—, bonos del Estado —a tres y a cinco años— y obligaciones del Estado —a diez, a quince y a treinta años—; representándose en todos los casos, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta. Finalmente, respecto a los procedimientos de emisión, se mantienen los tradicionales, pudiendo efectuarse: mediante subastas (ofertas competitivas y no competitivas) o mediante cualquier técnica que no entrañe desigualdad de oportunidades para los potenciales adquirentes de los valores.</p>
FEBRERO	<p>MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO INTERNO DEL BANCO DE ESPAÑA.—La Resolución de 22 de febrero de 2000 del Consejo de Gobierno del BE adaptó el Reglamento Interno del BE, recogido en la Resolución de 14 de noviembre de 1996, a las modificaciones introducidas por la Ley 12/1998, de 28 de abril, en la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del BE, dictada con el fin de garantizar la integración del BE dentro del SEBC, estando sujeto a las Orientaciones e Instrucciones del BCE, así como al resto de los instrumentos jurídicos que le resulten vinculantes.</p> <p>Dado el importante número de modificaciones introducidas por la citada Resolución, el legislador, mediante la Resolución de 28 de marzo de 2000, del Consejo de Gobierno del BE, consideró oportuno publicar un nuevo texto del Reglamento Interno.</p> <p>Cabe reseñar, entre otras, las siguientes novedades: se introducen en el Reglamento las nuevas funciones del BE, ya especificadas en la Ley 12/1998, de modo que el BE participará en el desarrollo de las funciones básicas atribuidas al SEBC, tales como la definición y ejecución de la política monetaria y de tipo de cambio, que antes ejecutaba con plena autonomía. Respecto a su naturaleza y a su régimen jurídico, el BE —que continúa teniendo la consideración de entidad de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada— es parte integrante del SEBC y está sujeto a las orientaciones e instrucciones del BCE, así como al resto de los instrumentos jurídicos que resulten vinculantes. Asimismo, el BE podrá mantener —para el mejor desarrollo de sus funciones— un sistema de tratamiento documental de actos jurídicos del BCE.</p> <p>Finalmente, se introduce el régimen de ingresos en el Tesoro Público de los beneficios del BE para los años 1999, 2000 y 2001, establecido en el RD 1746/1999, de 19 de noviembre.</p> <p>ENTIDADES DE CRÉDITO: CÁLCULO DEL TIPO DE INTERÉS DEL MERCADO INTERBANCARIO A UN AÑO (MIBOR).—La OM de 1 de diciembre de 1999 determinó una nueva fórmula de cálculo del tipo de interés interbancario a año (Mibor), que entró en vigor el 1 de enero de 2000, que dejaría de tener la consideración de tipo de referencia oficial del mercado hipotecario. La CBE 1/2000, de 28 de enero, ajustó el contenido de la CBE 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, a lo dispuesto en la citada Orden. En este sentido, la Circular relega el carácter oficial del Mibor a los préstamos hipotecarios formalizados antes del 1 de enero del año 2000, e introduce en su fórmula de cálculo las consideraciones establecidas en la OM de 1 de diciembre de 1999.</p>

2000	
MARZO	<p>BOLSAS DE VALORES: CONDICIONES PARTICULARES DE ADMISIÓN Y PERMANENCIA EN EL NUEVO MERCADO.—La OM de 22 de diciembre de 1999 creó un segmento especial de negociación en las bolsas de valores denominado <i>Nuevo Mercado</i>, en el que se negociarían los valores de empresas de alta tecnología o de proceso productivo o de alto potencial de crecimiento, y previó que la CNMV establecería los criterios generales que deben cumplir los valores de una empresa que negocien en dicho mercado, así como las condiciones particulares de admisión y permanencia. Al objeto de dar cumplimiento a dicho mandato, la <i>CCNMV 1/2000, de 9 de febrero</i>, determinó el tipo de empresas a las que se dirige el nuevo mercado, las condiciones de admisión, los requisitos de información y transparencia de los emisores, las particularidades del procedimiento de admisión de valores, así como las condiciones específicas de contratación que han de establecer para la negociación de valores en dicho mercado.</p> <p>FIRMA ELECTRÓNICA: REGLAMENTO DE ACREDITACIÓN DE PRESTADORES DE SERVICIOS DE CERTIFICACIÓN Y DE CERTIFICACIÓN DE DETERMINADOS PRODUCTOS.—Mediante la <i>OM de 21 de febrero de 2000</i>, se aprobó el Reglamento de acreditación de prestadores de servicios de certificación y de certificación de determinados productos de firma electrónica. Esta norma regula el funcionamiento de los sistemas de acreditación y de certificación que giran en torno a tres clases de órganos, entidades u organismos: 1) los órganos competentes para la acreditación de prestadores y la emisión de certificados de conformidad de productos de firma electrónica; 2) las entidades encargadas de evaluar y emitir informe o certificado, y 3) el organismo independiente al que se recomienda la acreditación de dichas entidades de evaluación, cuya designación se lleva a cabo en este Reglamento. La Secretaría General de Comunicaciones del Ministerio de Fomento es el órgano competente para, salvaguardando la seguridad en las comunicaciones, acreditar a los prestadores de servicios de certificación y certificar los productos de firma electrónica que cumplan determinadas condiciones.</p> <p>INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: INVERSIÓN EN VALORES NEGOCIADOS EN EL MERCADO DE VALORES LATINOAMERICANOS.—La Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva (IIC), desarrollada reglamentariamente por el RD 1393/1990, de 2 de noviembre, estableció que estas entidades tendrían, al menos, el 90 % de su activo invertido en valores mobiliarios admitidos a cotización oficial en bolsa y otros activos financieros contratados en mercados organizados, reconocidos oficialmente, de funcionamiento regular, y abiertos al público. Asimismo, un mercado tendría estas características cuando así lo estableciera el Ministro de Economía, previo informe de la CNMV. En este sentido, la <i>OM de 10 de marzo de 2000</i>, sobre inversiones de las IIC en valores negociados en el mercado de valores latinoamericanos, consideró aptos los valores negociados en este mercado para la inversión del activo de las sociedades y fondos de inversión, por reunir dicho mercado los requisitos establecidos en la Ley 46/1984.</p> <p>SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA: MEDIOS DE COMUNICACIÓN.—En ciertas ocasiones, se producen situaciones de indisponibilidad, total o parcial, de los medios de comunicación habituales del Sistema Nacional de Intercambios (SNI) que no permiten el funcionamiento correcto de este, lo que obliga a que el intercambio de información se realice mediante soportes magnéticos, que excluye, en gran medida, el uso de medios de comunicación a distancia. Además, el intercambio de los soportes se realiza expresamente fuera del marco jurídico del SNCE. Con el fin de evitar estos inconvenientes, la <i>CBE 2/2000, de 28 de marzo</i>, reforzó los medios de comunicación habituales con otros que permitan el intercambio de datos a distancia, integrando tales situaciones de indisponibilidad dentro del marco jurídico del SNCE.</p> <p>Así, cuando no sea posible, por cualquier causa, la utilización de los medios lógicos normales para la transmisión de los datos representativos de los documentos, se utilizarán medios lógicos de excepción, distintos de aquellos, pero de su misma naturaleza. Por otro lado, cuando por situaciones extraordinarias tampoco sea posible recurrir a los medios lógicos de excepción, podrán utilizarse otros medios físicos y lógicos, basados en el soporte magnético u otro, para el intercambio de los datos representativos, siempre que no modifiquen la naturaleza de estos.</p> <p>DIRECTIVA EUROPEA RELATIVA AL ACCESO A LA ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y A SU EJERCICIO.—En aras de una mayor racionalidad y claridad, la <i>Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE, de 20 de marzo de 2000</i>, procedió a la codificación de las siguientes directivas: la Directiva 73/183/CEE, del Consejo de las Comunidades Europeas, de 28 de</p>

2000	
ABRIL	<p>junio; la Primera Directiva de Coordinación Bancaria —Directiva 77/780/CEE, de 12 de diciembre—; la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria —Directiva 89/646/CEE, de 15 de diciembre de 1989—; la Directiva 89/647/CEE, de 18 de diciembre, sobre el coeficiente de solvencia; la Directiva 92/30/CEE, de 6 de abril, relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada, y la Directiva 92/121/CEE, de 21 de diciembre, sobre supervisión y control de las operaciones de gran riesgo de las entidades de crédito, reagrupándolas en un texto único.</p> <p>La Directiva 2000/12/CE se limita a incorporar de una forma ordenada el contenido de las directivas que aglutina, y se estructura en los siguientes ocho títulos: definiciones y ámbito de aplicación; condiciones de acceso a la actividad de las entidades de crédito y de su ejercicio; disposiciones relativas a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios; relaciones con terceros países; principios e instrumentos técnicos de supervisión prudencial; Comité Consultivo Bancario; poderes de ejecución, y, finalmente, un conjunto de disposiciones transitorias y finales.</p> <p>MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS.—La integración de España en los países del área euro ha implicado que las entidades financieras deben competir con sus homólogas comunitarias, por lo que es necesario asegurar que la normativa española no imponga cargas superiores a las que soportan sus competidoras. Con esa finalidad, entre otras, se publicó la OM de 13 de abril de 2000, que modifica la OM de 29 de diciembre de 1992, sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las sociedades y agencias de valores y sus grupos, y la OM de 30 de diciembre de 1992, sobre normas de solvencia de las entidades de crédito.</p> <p>En primer lugar, la Orden transpone la Directiva 98/32/CE, de 22 de junio, por la que se modifica la Directiva 89/647/CEE, sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito, que permite a los supervisores dar la ponderación del 50 % a valores respaldados por hipotecas sobre inmuebles. Esta ponderación se concede ya a los bonos de titulización hipotecaria españoles, pero en cumplimiento de la directiva es necesario ampliar la gama de los activos beneficiados, y, en especial, para aquellos valores garantizados, total y directamente, por un conjunto de créditos hipotecarios que, a su vez, estén garantizados por hipoteca inmobiliaria constituida con rango de primera hipoteca, y siempre que el derecho de crédito que incorporen los valores no tenga carácter subordinado respecto a otros acreedores del emisor.</p> <p>En segundo lugar, cabe destacar la modificación introducida en la ponderación de los títulos del mercado hipotecario, en concreto bonos y cédulas hipotecarias, que pasa del 20 % al 10 %, dada su alta calidad crediticia, en consonancia con la normativa comunitaria, y todo ello acompañado con un mejor tratamiento a efectos de la regulación por grandes riesgos y por riesgo específico en la cartera de negociación. También se incluyen dentro de la ponderación del 10 % los valores de renta fija emitidos por entidades de crédito autorizadas en la Unión Europea a los que sus supervisores nacionales les apliquen dicha ponderación.</p> <p>En tercer lugar, se recoge en esta normativa la figura de la titulización de activos regulados por el RD 926/1998, de 14 de mayo, mejorando su tratamiento. Así, los valores de renta fija emitidos por fondos de titulización de activos cuyo reembolso no esté subordinado al de otros valores de renta fija emitidos por el fondo, ni al de los préstamos concedidos al fondo por entidades de crédito, tendrán la ponderación que corresponda al activo con mayor ponderación de los que puedan integrar el fondo.</p> <p>En cuarto lugar, se recogen los riesgos avalados por las sociedades de garantía recíproca, dándoles un tratamiento similar a los avalados por las entidades de crédito, es decir, una ponderación del 20 %, dado que la calidad de la contraparte que presta el aval es similar a la de las entidades de crédito.</p> <p>Finalmente, de acuerdo con la modificación experimentada por la legislación comunitaria, se amplía el período durante el cual las operaciones de arrendamiento financiero sobre inmuebles de uso terciario se benefician de la ponderación del 50 %, pasando del 31.12.2000 al 31.12.2006.</p> <p>DEUDA DEL ESTADO: MODIFICACIÓN DE LA REGULACIÓN DE LAS FIGURAS DE «CREADOR DE MERCADO» Y DE «ENTIDAD NEGOCIANTE».—La introducción de la moneda única, al reducir las diferencias entre los mercados nacionales de deuda pública en euros, ha supuesto una mayor sustituibilidad entre los productos emitidos por los Tesoros del área del euro, por lo que es neces-</p>

rio competir en este nuevo entorno con un grupo de entidades comprometidas con la liquidez de su mercado de deuda. Asimismo, la creciente importancia que las plataformas de negociación electrónica están adquiriendo en la negociación de renta fija obliga a redefinir las condiciones en que desarrollan su actividad las entidades que colaboran con el Tesoro, asegurando la liquidez del mercado secundario. Ambos propósitos se llevaron a cabo mediante dos *Resoluciones de 10 de abril de 2000 de la DGTPE*.

Respecto al acceso a las segundas vueltas, se crea un sistema de incentivos para los *creadores de mercado* más activos. Así, con carácter general, cada creador podrá obtener en la segunda vuelta el importe máximo resultante de aplicar su coeficiente de participación en las adjudicaciones de las dos últimas subastas. No obstante, en cada subasta, el Tesoro tendrá la facultad de incrementar dicho coeficiente en un 20 % para cada uno de los creadores que, de acuerdo con la evaluación mensual, hayan resultado más activos durante el periodo precedente a la subasta.

En relación con sus obligaciones, los creadores continuarán garantizando la liquidez del mercado secundario, pero se modifican las condiciones específicas por las que cotizarán determinadas referencias de bonos y obligaciones del Estado escogidos como *benchmark* (referencia típica de bono), ya que, además de establecer diferenciales máximos de demanda-oferta, deberán expresar volúmenes mínimos cotizables. También se modifican las condiciones por las que deberán cotizar de forma obligatoria cuatro referencias de bonos y obligaciones del Estado no *benchmark*. Por otro lado, se establece —como novedad— la obligación de cotizar dos *strips* (bono segregable) de deuda pública, de acuerdo con las condiciones de diferencial máximo demanda-oferta y de volumen mínimo expresados en la norma y, además, dos referencias adicionales, que podrán ser, bien *strips*, bien bonos con vidas residuales superiores a cinco años. Asimismo, mantendrán cotización del contrato sobre el bono notional de MEFF a diez años con un diferencial máximo entre los precios de compra y venta de 10 *ticks* (es decir, diez puntos básicos) y unas cantidades mínimas de 40 contratos para cada una de las posiciones. Finalmente, se añade una nueva obligación, que es la de asegurar con su actuación el buen funcionamiento del mercado, respetando las obligaciones operativas que se establezcan, y, en concreto, tomarán las medidas necesarias para asegurar el mantenimiento de la estanqueidad entre la operativa de los miembros del sistema electrónico de negociación y terceros.

En cuanto a la *entidad negociante* de deuda pública (en adelante, negociante), ya no continuará teniendo acceso exclusivo a la Red de Mediadores entre Negociantes de Deuda Pública Anotada, que ahora pasa a denominarse INFOMEDAS, pero se mantiene la posibilidad de acceder a la condición de creador de mercado en la forma y condiciones establecidas anteriormente para estos últimos. Por otro lado, se modifican parcialmente las obligaciones establecidas y se añaden otras nuevas. Respecto a las primeras, cabe reseñar el aumento del requisito de la participación de la entidad negociante en la negociación mensual en INFOMEDAS, que pasa del 1 % al 2 % sobre el total negociado. Como novedad, también podrá considerarse, a efectos de cumplir esta obligación, la negociación de bonos y obligaciones del Estado en otras plataformas electrónicas que determine el Tesoro. En lo referente a las nuevas obligaciones, deberán aportar la información que el Tesoro pueda solicitar sobre el mercado de deuda pública en general y la actividad del negociante en particular, así como asegurar el buen funcionamiento del mercado, respetando las condiciones operativas que se establezcan. Finalmente, el Tesoro evaluará mensualmente a los negociantes el cumplimiento de sus obligaciones, previendo que, en circunstancias excepcionales de mercado, podrá eximirles del cumplimiento de alguna de ellas.

IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE NO RESIDENTES: PROCEDIMIENTO PARA REALIZAR LA RETENCIÓN A CUENTA O SU EXCLUSIÓN.—El sistema actual de retenciones e ingresos a cuenta exige que, en el pago de intereses o dividendos derivados de la emisión de valores negociables, los retenedores deben conocer la condición del perceptor como contribuyente del impuesto sobre la renta de no residentes por obtención de rentas sin mediación de establecimiento permanente, así como, cuando proceda, el país de residencia fiscal del mismo, para hacer efectiva, bien la práctica de la retención o ingreso a cuenta sobre los intereses y dividendos, o bien su exclusión por tratarse de rentas exentas. Sin embargo, el hecho de que los valores negociables se encuentren depositados, con carácter general, en determinadas entidades financieras origina problemas prácticos en la aplicación de la retención, ya que el retenedor-emisor abona los rendimientos a las entidades financieras depositarias para que estas, a su vez, los abonen a los titulares de los valores, sin conocer el emisor la condición de los perceptores finales ni su país de residencia.

2000	
	<p>Para superar dichos problemas, se publicó la <i>OM de 13 de abril de 2000</i>, por la que se establece un procedimiento para hacer efectiva la práctica de retención, al tipo que corresponda en cada caso, o la exclusión de la misma, sobre los intereses o dividendos derivados de la emisión de valores negociables obtenidos sin mediación de establecimiento permanente por contribuyentes del impuesto sobre la renta de no residentes, cuando en el procedimiento de pago intervengan entidades financieras domiciliadas, residentes o representadas en España que sean depositarias o gestionen el cobro de las rentas de dichos valores. Se excluyen del ámbito de aplicación de la citada Orden los intereses procedentes de valores de deuda pública a los que se aplique un procedimiento específico con una finalidad similar a la establecida en esta norma.</p> <p>El procedimiento para hacer efectiva la exclusión de retención, o la práctica de la misma a un tipo reducido por aplicación de los límites de imposición establecidos en los Convenios para evitar la doble imposición suscritos por España, deberá ajustarse a determinados requisitos. Así, la entidad emisora transferirá a las entidades depositarias en cada fecha de vencimiento de los intereses o en el momento de la distribución de los dividendos el importe líquido que resulte de la aplicación del tipo general de retención vigente en el impuesto sobre la renta de las personas físicas y del impuesto sobre sociedades (en estos momentos es el 18 %). Antes del día 10 del mes siguiente al mes en que venza el cupón o se distribuya el dividendo, las entidades depositarias deberán presentar ante la entidad emisora una <i>relación</i> detallada de los titulares contribuyentes por el impuesto sobre la renta de no residentes por obtención de rentas en territorio sin mediación de establecimiento permanente, que deberá contener determinados datos, como son el NIF del titular de los valores, el código del país de residencia fiscal y el porcentaje e importe retenidos en exceso de cada titular. La entidad emisora, tan pronto como reciba la relación detallada de estos titulares, transferirá a las entidades depositarias el importe retenido a los contribuyentes con derecho a aplicar la exclusión de retención o el importe retenido en exceso sobre los límites de imposición establecidos en los respectivos Convenios. Finalmente, las entidades depositarias lo abonarán inmediatamente a los contribuyentes afectados.</p> <p>MAYO</p> <p>BANCO CENTRAL EUROPEO: AMPLIACIONES DE CAPITAL.—El art. 28 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) establece que los bancos centrales nacionales proporcionarán al BCE un capital de 5.000 millones de euros, que será operativo desde la creación del BCE, y podrá aumentarse en las cantidades que decida el Consejo de Gobierno del BCE, dentro de los límites y con arreglo a las condiciones fijadas por el Consejo de la Unión Europea (UE). De acuerdo con ello, el <i>Reglamento (CE) 1009/2000, del Consejo de la UE, de 8 de mayo</i>, facultó al Consejo de Gobierno del BCE para ampliar el capital con una cantidad adicional de hasta 5.000 millones de euros.</p> <p>BANCO CENTRAL EUROPEO: ACTIVOS EXTERIORES DE RESERVA.—El art. 30 de los Estatutos del SEBC establece que los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes deberán proporcionar al BCE activos exteriores de reserva hasta un importe equivalente a 50.000 millones de euros. Asimismo, señala que el Consejo de Gobierno del BCE podrá solicitar más activos exteriores de reserva, excediendo el límite citado. En este sentido, el <i>Reglamento (CE) 1010/2000, del Consejo de la UE, de 8 de mayo</i>, facultó al Consejo de Gobierno del BCE para que pueda solicitar, en caso de necesidad, más activos exteriores de reserva a los bancos centrales nacionales, excediendo el límite establecido en el mencionado art. 30, hasta un importe de 50.000 millones de euros adicionales.</p> <p>NORMAS GENERALES DE FUNCIONAMIENTO DEL SERVICIO DE LIQUIDACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA Y DE LA CENTRAL DE ANOTACIONES DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA.—La Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores, incorporó al ordenamiento jurídico español los preceptos de la Directiva 98/26/CE, de 19 de mayo, del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de valores, que básicamente tiene como objetivo contribuir al funcionamiento eficiente de los mecanismos transfronterizos de pagos y de liquidación de valores en la UE, ofreciendo una solución jurídica armonizada. Por otro lado, la Ley 41/99 exige que los sistemas de pagos y de compensación y liquidación de valores reconocidos publiquen sus normas generales de adhesión y funcionamiento en el BOE. En relación con los dos sistemas reconocidos que gestiona el Banco de España, es decir, el <i>SLBE</i>, y la <i>Central de Anotaciones</i> del Mercado de Deuda Pública Anotada, la mayor parte de los aspectos que vienen exigidos por la citada Ley están ya publicados en disposiciones anteriores, quedando pendientes de cumplimentar determinados aspectos puntuales que se publicaron en la <i>CBE 3/2000, de 31 de mayo</i>.</p>

En primer lugar, se hacen algunas precisiones relativas al momento en que en cada uno de los sistemas citados se entienden recibidas y aceptadas las órdenes de transferencia (de fondos o de valores, respectivamente), a los efectos previstos en la Ley 41/1999, sobre la validez y firmeza de las órdenes de transferencia, así como los efectos sobre las órdenes de transferencia y las compensaciones. En segundo lugar, se introduce la previsión establecida en la Ley 41/1999, en el sentido de que no podrá aceptarse ninguna orden de transferencia de un participante al que le ha sido incoado un procedimiento de insolvencia, una vez que dicha incoación haya sido conocida por el sistema. Finalmente, se flexibiliza el régimen de apertura de cuentas de tesorería en el BE, al permitir su apertura en casos excepcionales debidamente justificados por razones técnicas.

NORMAS BÁSICAS DE FUNCIONAMIENTO DEL SERVICIO ESPAÑOL DE PAGOS INTERBANCARIOS.—Mediante la *Resolución de 19 de mayo de 2000*, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, se aprobaron las Normas Básicas de Funcionamiento del Servicio Español de Pagos Interbancarios (en adelante, el SEPI), actualmente gestionado por la Cámara de Compensación Bancaria de Madrid.

El SEPI tiene por objeto facilitar el intercambio, compensación y liquidación de órdenes de pago cifradas en euros entre los participantes, o en la moneda que, en su caso, se establezca. Asimismo, dispone de unos mecanismos de control del riesgo por impago del saldo resultante de la compensación por parte de uno de los participantes, aunque este sea el que presente el mayor saldo deudor.

La Resolución recoge, entre otros, los siguientes apartados: las condiciones de participación de las entidades participantes, bien como entidades asociadas, bien como entidades representadas; la capacidad mínima de pago: para que una entidad pueda participar en el SEPI como asociada deberá disponer de capacidad de pago suficiente otorgada por el resto de asociados; las garantías, dado que los miembros asociados deberán constituir garantías básicas a favor de la Cámara de Compensación para asegurar tanto el pago de su saldo multilateral deudor (definido en las instrucciones operativas) como el de su compromiso adicional de liquidación; las normas referentes a la liquidación diaria de la sesión, que hace referencia, entre otros aspectos, al horario para asentar la liquidación, el procedimiento para asentar la liquidación y ejecución de las garantías, la enajenación de los valores aportados en garantía y el compromiso adicional de liquidación; la irrevocabilidad de las órdenes de pago; y las obligaciones y responsabilidades tanto de las entidades asociadas y de las entidades representadas como de la propia Cámara de Compensación.

MERCADO DE VALORES: FOLLETOS INFORMATIVOS PARA LOS CONTRATOS FINANCIEROS ATÍPICOS.—La CNMV publicó la *CCNMV 3/2000, de 30 de mayo*, con objeto de introducir el modelo de folleto informativo de los contratos financieros atípicos. La Circular los define como contratos no negociados en mercados secundarios organizados, por los que una entidad de crédito recibe dinero o valores, o ambas cosas, de su clientela asumiendo una obligación de reembolso consistente, bien en la entrega de determinados valores cotizados, bien en el pago de una suma de dinero, o ambas cosas, en función de la evolución de la cotización de uno o varios valores, o de la evolución de un índice bursátil, sin compromiso de reembolso íntegro del principal recibido.

CÓDIGO GENERAL DE CONDUCTA Y NORMAS DE ACTUACIÓN EN LA GESTIÓN DE CARTERAS DE INVERSIÓN Y MODELOS NORMALIZADOS DE CONTRATOS-TIPO DE GESTIÓN.—La *CCNMV 2/2000, de 30 de mayo*, estableció un modelo normalizado de contrato-tipo de gestión de carteras de uso voluntario por las partes; precisó determinados aspectos sobre el contenido mínimo de los contratos-tipo, sobre el depósito de activos financieros, y sobre el archivo de justificantes de órdenes específicas recibidas de los clientes con contrato de gestión de carteras, y estableció los requisitos que deben cumplir las cuentas globales (cuentas ómnibus) para su utilización en el ámbito de la actividad de gestión de carteras.

Las entidades podrán adoptar como contrato-tipo de gestión de carteras el *modelo normalizado* que se adjunta en el anejo de la Circular, en cuyo caso deberán remitir a la CNMV un escrito que certifique que la entidad ha adoptado tal modelo normalizado. En otro caso, los contratos que elaboren las entidades deberán contener, al menos, los aspectos exigidos en las disposiciones reglamentarias vigentes en cada momento y, en todo caso, mencionarán de forma expresa si el contenido por el que la entidad ha optado se ajusta o no al modelo normalizado aprobado por la CNMV. El texto del modelo normalizado constituye un contenido mínimo de los contratos-tipo.

2000	
	<p>Por otra parte, las <i>cuentas de valores e instrumentos financieros y de efectivo</i> afectas a la gestión deberán identificarse en las cláusulas del contrato-tipo, o bien en sus anejos. El depósito o registro de dichos activos deberá realizarse en cuentas individuales abiertas a nombre del cliente contratadas directamente por él o a través de la entidad gestora mediante poder específico. Las cuentas de efectivo deberán estar abiertas en una entidad de crédito. No obstante, cuando se trate de cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio también podrán estar abiertas en sociedades y agencias de valores.</p> <p>Finalmente, la adquisición o enajenación de valores o instrumentos financieros por cuenta de los clientes podrá registrarse en <i>cuentas globales</i> (cuentas ómnibus) cuando la entidad opere en mercados extranjeros en los que la práctica habitual exija la utilización de cuentas globales de valores o instrumentos financieros para clientes de una misma entidad. Con carácter previo a la apertura de cuentas globales, deberán cumplirse los siguientes requisitos: a) la unidad de control de la entidad gestora emitirá, por cada entidad financiera en que pretenda abrirse, un informe sobre su calidad crediticia y sus riesgos; b) existirá una separación absoluta entre la cuenta propia de la entidad y la de terceros, no pudiendo registrarse posiciones de la entidad y de sus clientes en la misma cuenta; c) la entidad establecerá un procedimiento interno que permita individualizar contablemente la posición de cada cliente, y d) será necesario obtener la autorización escrita de cada cliente, informándole de los riesgos que asume como consecuencia de esta operativa, así como de la identidad y calidad crediticia de la entidad financiera que actúe como depositaria de las cuentas globales.</p> <p>INTRODUCCIÓN DEL EURO: PROTECCIÓN POR MEDIO DE SANCIONES PENALES Y DE OTRO TIPO CONTRA LA FALSIFICACIÓN DE MONEDA.—El Consejo de la Unión Europea publicó una <i>Decisión marco de 29 de mayo de 2000</i>, sobre el fortalecimiento de la protección, por medio de sanciones penales y de otro tipo, contra la falsificación de moneda con miras a la introducción del euro, con el objeto de completar las disposiciones existentes en esta materia y facilitar su aplicación por los Estados miembros. En este sentido, los Estados miembros deberán adoptar las medidas necesarias para garantizar que los siguientes hechos sean tipificados como delito: la fabricación o alteración de moneda, cualquiera que sea el medio empleado; el hecho de importar, exportar, transportar, recibir o procurarse moneda falsa, a sabiendas, con objeto de ponerla en circulación; la fabricación o almacenaje de instrumentos, objetos, programas informáticos u otros medios destinados a la falsificación o alteración de moneda, así como de hologramas u otras medidas de seguridad incorporadas en la moneda para su protección contra la falsificación; la utilización de instalaciones o materiales legales para fabricar billetes o monedas, sin el acuerdo de las autoridades competentes; y la puesta en circulación fraudulenta de moneda falsa.</p> <p>Asimismo, los Estados miembros adoptarán las medidas necesarias para que los hechos mencionados sean castigados con sanciones penales efectivas, proporcionadas y disuasorias, incluidas las penas privativas de libertad que puedan dar lugar a la extradición. Finalmente, los Estados miembros pondrán en vigor las normas necesarias para cumplir con la presente Decisión marco antes del 1 de enero de 2001 en lo que respecta a los delitos relacionados con los futuros billetes y monedas en euros, siempre que se cometan antes del 1 de enero de 2002. Para el resto de las disposiciones de la Decisión marco deberán ser adoptadas por los Estados miembros antes del 29 de mayo de 2001.</p>
JUNIO	<p>MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE CONTABILIDAD DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.—La CBE 9/1999, de 17 de diciembre, introdujo en la normativa contable unos nuevos criterios de cobertura para reconocer y prevenir fenómenos de riesgos potenciales de morosidad a medio y largo plazo. En concreto, modificó el tratamiento de las insolvencias, incorporando un fondo para la cobertura estadística de insolvencias que se constituye cargando en la cuenta de pérdidas y ganancias de cada ejercicio la diferencia positiva entre la estimación estadística de las insolvencias globales latentes en las diferentes carteras de riesgos homogéneos y las <i>dotaciones netas</i> para insolvencias ya realizadas por morosidad u otras causas. A los efectos de esa Circular, se entendía por dotaciones netas para insolvencias la diferencia entre las dotaciones para insolvencias (coberturas específica y genérica) más las amortizaciones de insolvencias menos las recuperaciones del fondo de insolvencias (coberturas específica y genérica) y los activos en suspenso recuperados. Posteriormente, la <i>CBE 4/2000, de 28 de junio</i>, matizó conceptualmente la definición de las dotaciones netas, excluyendo de su cálculo las variaciones en la cobertura genérica.</p> <p>MEDIDAS URGENTES DE ESTÍMULO AL AHORRO FAMILIAR, A LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA Y A LA COMPETENCIA, Y MEDIDAS DE LIBERALIZACIÓN DE DETERMINADOS SEC-</p>

2000	
JULIO	<p>TORES.—Con el fin de garantizar el crecimiento estable de la economía española y prevenir posibles rebrotes inflacionistas, se promulgaron varios reales decretos-ley por los que se aprueba un paquete de medidas liberalizadoras y de incentivo a la competencia que afectan a determinados sectores, así como un conjunto de medidas fiscales que favorecen el ahorro familiar. Las medidas de carácter financiero y fiscal están contenidas en el Real Decreto-Ley 3/2000, de 23 de junio, por el que se aprueba un paquete de medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro y a la pequeña y mediana empresa, y en el <i>Real Decreto-Ley 6/2000, de 23 de junio</i>, de medidas urgentes de intensificación de la competencia en mercados de bienes y servicios.</p> <p>En el ámbito financiero, se aumenta la transparencia en los folletos informativos relativos a la formalización de <i>préstamos hipotecarios</i> destinados a la adquisición de viviendas que se suscriban con personas físicas, posibilitando a los prestatarios el derecho a participar en la designación de los agentes intervinientes en la operación. En lo referente a los <i>fondos de inversión</i> y considerando la fuerte caída de los tipos de interés y la reducción del espectro de monedas de emisión de activos, se reducen los límites máximos a las comisiones de gestión. En cuanto a los <i>fondos de pensiones</i>, en primer lugar, se elevan los límites generales de reducción en la base imponible por aportaciones a planes de pensiones y mutualidades de previsión, así como los aplicables en el caso de partícipes de mayor edad y de personas con minusvalía. En segundo lugar, se produce una extensión del régimen fiscal de los planes de pensiones a aquellos cónyuges que trabajan dentro del hogar familiar. La medida incorporada al proyecto implica un favorecimiento del ahorro familiar y responde a una demanda social existente en la actualidad. Finalmente, con las mejoras introducidas en el régimen fiscal de los planes de pensiones, se mejora la tributación de las prestaciones derivadas de <i>seguros de vida</i>, aumentando los coeficientes reductores aplicables para la determinación del rendimiento neto correspondiente.</p> <p>En lo que respecta al <i>IRPF</i>, se mejora el tratamiento fiscal de las ganancias y pérdidas patrimoniales. Así, en primer lugar, se establece la inclusión en la parte especial de la base imponible del impuesto de las derivadas de la transmisión de elementos patrimoniales adquiridos con más de un año de antelación, lo que supone una rebaja del plazo de dos años hasta ahora vigente. En segundo lugar, se reduce el tipo impositivo aplicable a este tipo de ingresos, que pasa del 20 % al 18 %, equiparándolo así con el tipo mínimo al que se grava la parte general de la base imponible. En tercer lugar, y en coherencia con el nuevo tipo de gravamen, se rebaja del 20 % al 18 % el porcentaje de retención aplicable a las rentas obtenidas como consecuencia de las transmisiones o reembolsos de acciones o participaciones en instituciones de inversión colectiva. Finalmente, se establece el régimen en el <i>IRPF</i> y en el Impuesto sobre Sociedades del préstamo de valores, con el objeto de facilitar la realización de estas operaciones en los mercados financieros españoles.</p> <p>MERCADO DE VALORES: COMUNICACIÓN DE OPCIONES SOBRE ACCIONES Y DE SISTEMAS RETRIBUTIVOS DE ADMINISTRADORES Y DIRECTIVOS EN SOCIEDADES COTIZADAS.—La Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, modificó la Ley de 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, extendiendo el régimen de comunicación y publicidad a la adquisición o enajenación por cualquier tipo de derechos de opción sobre acciones de la propia sociedad que realicen los administradores de estas sociedades. También fijó expresamente el deber de comunicar a la CNMV las entregas de acciones y derechos de opción sobre acciones que reciban los directivos y los administradores, y sus modificaciones, referenciado al valor de las acciones. Estas comunicaciones deben ser sometidas al régimen de publicidad de hechos relevantes establecidos en la citada Ley del mercado de valores. El <i>RD 1370/2000, de 19 de julio</i>, adaptó la normativa reglamentaria existente en esta materia, recogida en el RD 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por estas de acciones propias, a las nuevas obligaciones de comunicación, recogidas en la Ley 55/1999. Asimismo, la <i>CCNMV 4/2000, de 2 de agosto</i>, estableció los modelos para las comunicaciones de los derechos de opción y sistemas retributivos de los administradores y directivos de sociedades cotizadas.</p> <p>Respecto a los administradores de sociedades cotizadas, además de las obligaciones ya establecidas, deberán comunicar a las sociedades rectoras de las bolsas y a la CNMV las opciones sobre acciones de que sean titulares en el momento de su acceso a la condición de administrador. Dicha comunicación comprenderá las opciones de las que sean titulares, tanto por sí como a través de sociedades que controlen, o a través de personas interpuestas. Esta misma obligación se hace extensiva a los <i>warrants</i>, obligaciones convertibles o canjeables y cualesquiera otros valores de las que sean titulares y</p>

2000	
AGOSTO	<p>les atribuyan el derecho a suscribir o adquirir acciones. Por otro lado, se determina el régimen de comunicación de los sistemas retributivos de administradores y directivos. En este sentido, tanto los administradores como los directivos comunicarán a la CNMV, en un plazo no superior a siete días hábiles, el otorgamiento a su favor, así como las eventuales modificaciones posteriores de cualquier sistema de retribución que conlleve la entrega de acciones de la sociedad en la que ejercen su cargo o de derechos de opción sobre estas, o cuya liquidación se halle vinculada a la evolución del precio de esas acciones. Dicha comunicación será difundida por la CNMV a los efectos de aplicación del régimen de publicidad de los hechos relevantes.</p> <p>BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DEL COEFICIENTE DE RESERVAS MÍNIMAS.—El BCE publicó el Reglamento 1921/2000, de 31 de agosto, por el que se modifica el Reglamento 2818/1998, con el fin de introducir determinadas reformas en el coeficiente de reservas mínimas (CRM), aunque no afectan a los modelos, forma ni plazos de declaración al Banco de España de los estados UME, por lo que sigue siendo aplicable lo dispuesto sobre esta materia en la CBE 4/1991, de 14 de junio, que recoge las normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito.</p> <p>Como principal novedad, este Reglamento introduce el procedimiento de confirmación de los pasivos computables, que será determinado por cada banco central nacional (BCN) conforme a los principios establecidos en el Reglamento comentado. Hasta la fecha, los BCN admitían cambios en los activos y pasivos computables sin una fecha determinada, mientras que ahora este Reglamento regula la fecha límite de modificaciones y cambios en los mismos. No obstante, al margen de los plazos límite contenidos en el Reglamento citado, los BCN podrán publicar calendarios específicos que contengan los plazos establecidos para la notificación, confirmación, revisión o aceptación de los datos correspondientes a las reservas requeridas.</p> <p>Por otra parte, en los casos de fusiones y escisiones que afecten a entidades de crédito se determinan los procedimientos específicos a fin de clarificar las obligaciones que incumben a estas en materia de exigencias de reservas. En el caso de la fusión, la entidad adquirente asumirá las exigencias de reservas de las entidades fusionadas y podrá disfrutar de la reducción de los 100.000 euros que hubieran concedido a las entidades fusionadas. El importe de las reservas de las entidades fusionadas durante el periodo de mantenimiento en el que se llevó a cabo la fusión contará para el cumplimiento de las exigencias de reservas por parte de la entidad adquirente. En cuanto al periodo de mantenimiento siguiente al de la fusión, las exigencias de reservas de la entidad adquirente se calcularán con arreglo a una base de reservas compuesta de la suma de las bases de las entidades fusionadas y, si procede, de la entidad adquirente. El caso de la escisión es similar al anterior, es decir, las entidades receptoras asumirán respectivamente las exigencias de reservas de la entidad escindida. Durante el periodo de mantenimiento en el que se llevó a cabo la escisión, cada una de las entidades receptoras que tengan la calidad de entidad de crédito será responsable de la base de reservas de la entidad escindida según la proporción que se le asigne, y podrá disfrutar de la reducción de los 100.000 euros que hubieran concedido a la entidad escindida. Para el periodo de mantenimiento siguiente, y en adelante, cada entidad receptora que sea entidad de crédito asumirá, además de las suyas propias, las exigencias de reservas calculadas en función de la proporción de la base de reservas de la entidad escindida que se haya asignado a dicha entidad receptora.</p> <p>BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIONES DE LA INFORMACIÓN ESTADÍSTICA Y BALANCE CONSOLIDADO.—En coherencia con las modificaciones introducidas en el CRM, el mencionado Reglamento 1921/2000, de 31 de agosto, aprovechó para modificar, en el mismo sentido, el Reglamento 2819/1998, del BCE, de 1 de diciembre, relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias. Así, respecto a las obligaciones de información estadística y en los casos de fusión o escisión, las entidades de crédito afectadas informarán al BCN correspondiente de los procedimientos previstos para cumplir las obligaciones de información estadística establecidas en el Reglamento 2819/1998. Finalmente, y conforme a lo señalado anteriormente, se amplía el uso de la información estadística relativa a la aplicación de las reservas mínimas, ya que las entidades de crédito sujetas al CRM podrán comunicar revisiones de la base de reservas (pasivos computables) y de la exigencia de reservas de acuerdo con los procedimientos establecidos por el BCN correspondiente.</p> <p>PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITAL: OBLIGACIONES DE COMUNICACIÓN.—El Grupo de Acción Financiera Internacional contra el blanqueo de capitales (GAFI), del que España forma</p>

2000	
SEPTIEMBRE	<p>parte, aprobó con fecha 22 de junio de 2000 un informe sobre países y territorios no cooperantes con la lucha contra el blanqueo de dinero, recomendando extender las obligaciones de comunicación a las operaciones realizadas con dichos países. Con el fin de introducir en nuestro sistema de prevención los resultados de los trabajos del GAFI, se publicó la <i>OM de 3 de agosto de 2000</i>, por la que se desarrollan las obligaciones de comunicación de operaciones al Servicio Ejecutivo, extendiéndose a aquellas operaciones que se realicen con alguno de los siguientes países o territorios (jurisdicciones): Filipinas, Islas Marshall, Israel, Niue, Rusia y San Cristóbal y Nieves.</p> <p>ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE CONTABILIDAD.—La <i>CBE 5/2000, de 19 de septiembre</i>, modificó la CBE 4/1991, de 14 de junio, que recoge las normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito, con el fin de adaptar el tratamiento contable de la cobertura de los compromisos por pensiones de las entidades de crédito a lo dispuesto en el RD 1588/1999, de 15 de octubre, por el que se aprobó el Reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios, también denominado régimen de exteriorización.</p> <p>La Circular aborda los compromisos y riesgos por pensiones, diferenciando el tratamiento contable de los compromisos y riesgos devengados por pensiones cubiertos con fondos internos de los cubiertos con fondos externos, conforme al régimen establecido en el citado Reglamento. Respecto a los fondos internos, los compromisos y riesgos devengados por pensiones se valorarán y cubrirán aplicando criterios objetivos, al menos, tan rigurosos como los que se establecen en el RD 1588/1999. En la fijación de las hipótesis no reguladas en el Reglamento se aplicarán, siempre que existan, los criterios que se hubieran pactado contractualmente con los beneficiarios; en los demás casos, mientras no se publique una norma que los contemple, se aplicarán criterios prudentes y coherentes entre sí. En cuanto a los fondos externos se hace referencia a los compromisos y riesgos devengados por pensiones cubiertos con contratos de seguros, planes de pensiones o ambos conforme a lo establecido en el Reglamento. Estos compromisos no tendrán reflejo en cuentas de orden del balance reservado. Asimismo, las cantidades que se deban aportar periódicamente a las compañías de seguros o planes de pensiones por el devengo de pensiones no causadas se periodificarán en la cuenta de pérdidas y ganancias como aportaciones a fondos de pensiones externos.</p> <p>Respecto a los compromisos y riesgos devengados por pensiones con beneficiarios no afectados por el RD 1588/1999, cuando se cubran con aportaciones a entidades de seguros o planes de pensiones en los que la entidad no retenga ningún riesgo actuarial asegurable ni de inversión con los beneficiarios, se tratarán con fondos externos de pensiones, y aquellos en los que la entidad retenga el riesgo actuarial, de inversión o de ambos se tratarán como fondos internos de pensiones. Estos compromisos y riesgos devengados por pensiones se valorarán aplicando los criterios objetivos que mejor se adapten a las circunstancias y características de los colectivos de beneficiarios afectados, aplicando en todos los casos criterios prudentes y coherentes entre sí que aseguren la solvencia de la entidad.</p> <p>ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO: NORMAS DE CONTABILIDAD Y MODELOS DE ESTADOS FINANCIEROS.—Habilitada por la OM de 17 de junio de 1999, la CNMV, mediante la <i>CCNMV 5/2000, de 19 de septiembre</i>, sobre normas contables y modelos de estados financieros reservados y públicos de las entidades de capital-riesgo (ECR) y de sus sociedades gestoras (SGECR), desarrolló la regulación en materia de procedimiento de autorización de nuevas entidades, y estableció las normas contables y los modelos a los que se deberán ajustar las cuentas anuales, con el objeto de adaptarlas al prolongado período de maduración de las inversiones que realizan.</p> <p>La primera parte de la norma hace referencia a las normas de contabilidad y modelos de estados financieros, tanto de los fondos como de las ECR, reseñando los principios contables, los criterios generales de valoración, los criterios generales para la determinación de los resultados, la contabilización de las operaciones, y las clases y plazos de presentación a la CNMV de los estados contables y estadísticos. La segunda parte recoge las normas contables, los estados financieros de las SGECR, así como la forma de presentación de los mismos. Las normas contables serán las contenidas en el Plan General de Contabilidad y, en caso de que resulten insuficientes, se utilizarán las establecidas para las ECR.</p> <p>DIRECTIVA EUROPEA RELATIVA AL ACCESO A LA ACTIVIDAD DE LAS ENTIDADES DE DINERO ELECTRÓNICO Y A SU EJERCICIO.—La <i>Directiva 2000/28/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo</i></p>

2000	
OCTUBRE	<p><i>de la UE, de 18 de septiembre de 2000</i>, modificó la Directiva 2000/12/CEE, del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE, de 20 de marzo de 2000, con objeto de fomentar el desarrollo armonizado de las actividades de las entidades de crédito, particularmente en lo que se refiere a la emisión de dinero electrónico, ampliando la definición de las entidades de crédito para incluir a las entidades de dinero electrónico (EDE). Al mismo tiempo, publicó la <i>Directiva 2000/46/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE, de 18 de septiembre de 2000</i>, que dispone las medidas apropiadas para coordinar y armonizar las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros sobre el acceso a la actividad de las EDE y su ejercicio, así como la supervisión cautelar de dichas entidades.</p> <p>A los efectos de esta Directiva, se considera dinero electrónico como sustitutivo electrónico de las monedas y los billetes de banco, representado por un crédito exigible a su emisor, almacenado en un soporte electrónico, emitido al recibir fondos de un importe cuyo valor no será inferior al valor monetario emitido, y aceptado como medio de pago por empresas distintas del emisor. Un rasgo distintivo de las transacciones realizadas con dinero electrónico es que no implica necesariamente la existencia de una cuenta bancaria, ya que funciona como un instrumento prepago al portador.</p> <p>El capital inicial de las EDE no será inferior a un millón de euros. De forma permanente, los fondos propios de las EDE serán equivalentes o superiores al 2 % del importe corriente de sus obligaciones financieras derivadas del dinero electrónico en circulación o de la media de los seis meses precedentes del importe global de dichas obligaciones financieras, si esta última magnitud fuese superior.</p> <p>Además de la emisión de dinero electrónico, las EDE podrán realizar otras actividades, que se limitan en esta Directiva a las siguientes: por un lado, la prestación de servicios financieros y no financieros estrechamente relacionados con la emisión de dinero electrónico, tales como la gestión de dinero electrónico mediante el ejercicio de funciones operativas y otras funciones auxiliares en relación con su emisión, y la emisión y gestión de otros medios de pago, con exclusión de la concesión de cualquier forma de crédito. Por otro, el almacenamiento de información en el soporte electrónico en nombre de otras empresas u organismos públicos.</p> <p>Respecto a sus inversiones, las EDE no deberán participar en otras empresas, salvo en el caso de que estas últimas ejerzan funciones operativas u otras funciones suplementarias en relación con el dinero electrónico emitido o distribuido por la entidad de que se trate. Asimismo, las EDE podrán invertir por un importe no inferior a sus obligaciones financieras derivadas del dinero electrónico en circulación en activos que tengan un grado de liquidez suficiente y una ponderación del riesgo de crédito del 0 % a efectos de la Directiva del coeficiente de solvencia de las entidades de crédito. También podrán invertir hasta un límite equivalente a veinte veces el volumen de sus fondos propios en activos que tengan un grado de liquidez suficiente, o que cumplan determinados requisitos contemplados en la norma.</p> <p>Por otro lado, las autoridades competentes verificarán, al menos dos veces al año, el cumplimiento de los requisitos relativos al capital inicial y a los fondos propios permanentes, así como los límites de las inversiones. Asimismo, los Estados miembros prohibirán a las personas o empresas que no sean entidades de crédito el ejercicio de la actividad comercial de emitir dinero electrónico. Por último, los Estados miembros deberán transponer las disposiciones contenidas en la Directiva 2000/28/CE y en la Directiva 2000/46/CE antes del 27 de abril de 2002, informando de ello inmediatamente a la Comisión.</p> <p>PRÉSTAMOS, CRÉDITOS Y COMPENSACIONES EXTERIORES.—La CBE 23/1992, de 18 de diciembre, reguló el procedimiento de declaración al Banco de España de las operaciones de obtención y concesión de préstamos exteriores, financieros o de naturaleza comercial, y de compensación de créditos y débitos con no residentes. Dado el tiempo transcurrido, la <i>CBE 6/2000, de 31 de octubre</i>, actualizó sus preceptos, estableciendo unos límites cuantitativos por debajo de los cuales no se hace preciso efectuar la declaración. Asimismo, se aprovecha para adaptar los impresos de declaración y las instrucciones de procedimiento a las necesidades de información estadística actuales.</p> <p>Respecto a los préstamos y créditos financieros de no residentes a residentes, las personas físicas o jurídicas residentes en España (distintas de las entidades registradas) que obtengan financiación de un no residente, cualquiera que fuera su instrumentación, quedan obligadas a declararlo, siempre que el</p>

importe de dicha financiación sea igual o superior a 3 millones de euros o su contravalor en otras divisas (antes se declaraban todos, ya que no había límite de volumen). En cuanto a los créditos comerciales, los residentes que obtengan facilidades crediticias de un no residente deberán declararlos al Banco de España en un plazo de un mes desde la fecha de obtención del crédito, siempre que su importe sea igual o superior a 600.000 euros o su contravalor en otras divisas y el plazo superior a un año en operaciones de importación de bienes y servicios (antes no había límite de cantidad).

Respecto a los préstamos y créditos de residentes a no residentes, es similar al caso anterior, y se establecen los mismos límites por debajo de los cuales no existe obligación de presentar declaración. Así, respecto a los préstamos y créditos financieros, las personas físicas o jurídicas residentes en España (distintas de las entidades registradas) que concedan financiación a no residentes, cualquiera que fuera su instrumentación, quedan obligadas a declararlo, siempre que el importe de dicha financiación sea igual o superior a 3 millones de euros o su contravalor en otras divisas (antes no había límite de volumen para la declaración). En cuanto a los créditos comerciales, los residentes que concedan facilidades crediticias a un no residente deberán declararlos al Banco de España en un plazo de un mes desde la fecha de obtención del crédito, siempre que su importe sea igual o superior a 600.000 euros o su contravalor en otras divisas, y el plazo superior a un año en operaciones de exportación de bienes y servicios (antes no había límite de cantidad).

Por otro lado, las personas físicas o jurídicas residentes en España que realicen compensaciones de cobros y pagos con no residentes, originados por transacciones de cualquier naturaleza (de bienes, servicios o financieras) cuyo importe sea igual o superior a 600.000 euros o su contravalor en divisas, quedan obligadas a declararlas al Banco de España en el plazo de un mes (antes no había límite para declararlas). No obstante todo lo anterior, el Banco de España podrá requerir a las personas físicas o jurídicas que hubieran quedado exentas de declaración, debido a que el volumen de las operaciones no hubiera superado los importes mencionados, para que las declaren en el caso de que el importe agregado de las operaciones supere los límites establecidos.

RESIDENTES TITULARES DE CUENTAS BANCARIAS EN EL EXTRANJERO.—La CBE 24/1992, de 18 de diciembre, reguló la información que se debía remitir al Banco de España por los residentes titulares de cuentas abiertas en oficinas operantes en el extranjero. La **CBE 7/2000, de 31 de octubre**, elevó los importes por debajo de los cuales no es preciso declarar las transacciones o, en su caso, que dicha declaración pueda simplificarse, manteniendo un adecuado grado de calidad de la información. También se han adaptado los impresos de declaración y las normas de procedimiento a las necesidades de información estadística actuales.

En este sentido, se eleva de 300.506 euros (50 millones de pesetas) a 3 millones de euros (499,2 millones de pesetas), o su contravalor en otras divisas, el importe a partir del cual los titulares de cuentas en el exterior deben presentar declaración al Banco de España por los cobros y pagos realizados mediante abonos y adeudos en las cuentas, que se continuará realizando con una periodicidad mensual. Si, en un mes determinado, en los abonos o en los adeudos se alcanza la citada cifra de 3 millones de euros (antes, el límite eran 50 millones o 300.506 euros), la declaración mensual que se realice englobará las declaraciones no remitidas del mes o meses anteriores.

Los titulares de cuenta que hayan quedado exentos de informar en algún mes del año o en todos ellos realizarán una declaración anual en el último mes de cada año que contenga las operaciones no declaradas. No obstante, se introduce como novedad que, cuando ni la suma de adeudos ni la de abonos hayan superado en el año los 600.000 euros o su contravalor en otras divisas, la declaración solo se enviará al Banco de España a requerimiento expreso de este.

MODIFICACIONES DE LA NORMATIVA SOBRE TRANSACCIONES ECONÓMICAS CON EL EXTERIOR.—La **Resolución de 31 de octubre de 2000** modificó la Resolución de 9 de julio de 1996, de la Dirección General de Política Comercial e Inversiones Exteriores, que desarrolló determinados artículos de la OM de 27 de diciembre de 1991, sobre transacciones económicas con el exterior. En primer lugar, la norma desarrolló parcialmente la Ley 9/1999, de 12 de abril, por la que se regula el régimen jurídico de las transferencias entre Estados miembros de la UE, determinando el procedimiento que se debe de seguir para las transferencias procedentes de Estados miembros de la UE cuyo importe se encuentre comprendido entre 12.500 euros y 50.000 euros (ambos límites incluidos).

2000	
NOVIEMBRE	<p>En segundo lugar, se previó un procedimiento para formular la declaración en los supuestos de pagos y cobros entre residentes y no residentes a través de endosos de efectos de comercio. Finalmente, se elevó la cuantía a partir de la cual se establece la exigencia de declaración de los cobros, pagos o transferencias.</p> <p>TRANSFERENCIAS TRANSFRONTERIZAS.—La <i>OM de 16 de noviembre de 2000</i> desarrolló la Ley 9/1999, de 12 de abril, por la que se reguló el régimen jurídico de las transferencias entre Estados miembros de la UE, y se introdujo en la normativa española las disposiciones pendientes de transponer de la Directiva 97/5/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de enero.</p> <p>En primer lugar, se establecieron unas obligaciones de publicidad que deben cumplir las entidades de crédito que realicen transferencias entre Estados miembros de la UE. Dichas condiciones deben hacerse públicas siempre por escrito, de manera fácilmente comprensible y deben integrarse dentro del folleto de tarifas. Estas obligaciones se hacen extensivas a los titulares de establecimientos de cambio de moneda, siempre que la operación llevada a cabo por estos esté destinada a acreditar una cantidad de dinero en una cuenta abierta en una entidad de crédito de la que pueda disponer el beneficiario</p> <p>Tanto las entidades de crédito como los titulares de establecimientos de cambio deben facilitar por escrito a sus clientes, salvo renuncia expresa de los mismos, <i>una información sobre la liquidación</i> de todas las operaciones de transferencia que hayan sido ordenadas o recibidas, de una forma clara, concreta y fácilmente comprensible. También se establece la obligación de facilitar a sus clientes, cuando estos lo soliciten y la entidad acepte la operación, <i>una oferta escrita</i> con las condiciones específicas aplicables a la transferencia. Entre las mismas han de figurar necesariamente el plazo de ejecución y los gastos que corresponden al ordenante y, en su caso, al beneficiario.</p> <p>Por otra parte, a los efectos de la Ley 9/1999, se define el día laborable bancario como período de veinticuatro horas dentro del cual la entidad tiene actividad laboral. Para esta definición se tiene en cuenta, además del calendario laboral, la localidad o localidades en que se deberá hacer el cómputo y los diferentes plazos establecidos en la Ley. Por último, se faculta al Banco de España para dictar las normas precisas para el desarrollo y ejecución de la presente Orden.</p> <p>MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO DEL CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA SOBRE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO TRAS LA INCORPORACIÓN DE GRECIA.—El Reglamento 974/1998, de 3 de mayo, del Consejo de la Unión Europea, estableció la sustitución por el euro de las monedas de los Estados miembros que cumplieran las condiciones necesarias para la adopción de la moneda única en el momento en que la Comunidad Europea entrara en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria, el pasado 1 de enero de 1999. Asimismo, este Reglamento estableció la posibilidad de adhesión de otros Estados miembros en fechas posteriores. Dado que ahora Grecia ha cumplido las condiciones necesarias para la adopción de la moneda única, se publicó el <i>Reglamento 2596/2000, de 27 de noviembre</i>, del Consejo de la Unión Europea, que modifica el Reglamento 974/1998 para hacer extensivas a Grecia las disposiciones sobre la introducción del euro, que le serán aplicables a partir del 1 de enero de 2001.</p> <p>BANCO CENTRAL EUROPEO: APLICACIÓN DEL COEFICIENTE DE RESERVAS MÍNIMAS DESPUÉS DE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO EN GRECIA.—Con ocasión de la introducción del euro en Grecia a partir del 1 de enero de 2001, se publicó el <i>Reglamento 2548/2000, de 2 de noviembre, del BCE</i>, que hace extensivo el sistema de reservas mínimas a las entidades de crédito de Grecia y a las sucursales en Grecia de entidades de crédito. De esta forma, a partir del 1 de enero de 2001 dichas entidades tendrán la obligación de mantener el CRM, estableciendo un período de mantenimiento transitorio del 1 al 23 de enero de 2001.</p> <p>ESTABLECIMIENTOS ABIERTOS AL PÚBLICO PARA CAMBIO DE MONEDA EXTRANJERA: DESARROLLO DE SU RÉGIMEN JURÍDICO.—El RD 2660/1998, de 14 de diciembre, en desarrollo de la Ley 13/1996, de 30 de diciembre, reguló la actividad de los establecimientos de cambio y amplió su actividad para recoger la gestión de transferencias a través de las entidades de crédito. Facultado por el citado Real Decreto, el Ministerio de Economía, mediante la <i>OM de 16 de noviembre de 2000</i>, reguló determinados aspectos del régimen de los establecimientos de cambio y se establecieron unas obligaciones de publicidad, transparencia de las operaciones de compra y venta de billetes extranje-</p>

2000	<p>ros y cheques de viajero realizadas por dichos titulares, con el fin de garantizar un adecuado nivel de información y protección de la clientela.</p> <p>Respecto a los recursos propios, la OM aclara que las exigencias de mínimas de capitalización detalladas en el RD 2660/1998 se entenderán cumplidas si el patrimonio alcanza, en todo momento, tales importes mínimos. En cuanto al Registro de los establecimientos de cambio contemplado en el citado Real Decreto, la OM añade que, una vez que el titular reciba del Banco de España la certificación de las operaciones que está autorizado a realizar, deberá exponerla al público en un lugar perfectamente visible de cada uno de los locales donde se ejerza la actividad. Por otro lado, se recoge el principio de libertad de apertura de locales por titulares autorizados, con la única exigencia de comunicación al Banco de España, según el procedimiento que este disponga. También podrán realizar, además de las operaciones a las que están autorizadas, aquellas otras que a juicio del Banco de España sean accesorias o complementarias de las anteriores.</p> <p>En lo que se refiere a las normas de publicidad y transparencia de las operaciones, los titulares de los establecimientos harán públicos, en la forma que establezca el Banco de España, los tipos de cambio, comisiones y gastos, incluso mínimos, aplicables a las operaciones de compra y venta de billetes extranjeros y cheques de viajeros. Asimismo, adoptarán las medidas organizativas oportunas cuando en un mismo local se realicen distintas actividades, con el fin de que el cliente pueda identificar claramente al prestador de los servicios.</p> <p>También se recogen determinadas reglas especiales de actuación para los titulares de estos establecimientos a efectos de seguimiento estadístico y fiscal. Así, deberán canalizar los envíos y recepciones de monedas metálicas nacionales y/o extranjeros a través de las entidades de crédito o a través de otros titulares de establecimientos de cambio en el exterior, conforme al procedimiento que establezca el Banco de España. Por otro lado, deberán obtener de los clientes que realicen compras o ventas de billetes extranjeros y cheques de viajes por cuantía superior a un millón de pesetas (6.010 euros) una declaración firmada, según el modelo que establezca el Banco de España, que contenga los datos identificativos del cliente residente, y, en su caso, los que correspondan al no residente del que se hubieran recibido o al que se destinen los indicados fondos.</p> <p>Por otra parte, se clarifican las competencias de control e inspección asignadas al Banco de España por el RD 2660/1998, respecto a la actividad de los establecimientos autorizados y respecto a la verificación de los requisitos que les son exigibles para obtener y conservar su autorización. Asimismo, se establece que el Servicio de Reclamaciones del Banco de España será el encargado de recibir y tramitar las que presenten los clientes de los establecimientos de cambio. Estos, a su vez, deberán informar al público, en la forma que se establezca, de la existencia y de las funciones del mencionado servicio, así como de la normativa que regula la transparencia de las operaciones con la clientela.</p> <p>Por último, se regula la figura de los agentes de los titulares de establecimientos de cambio que actúan como apoderados para actuar habitualmente frente a la clientela en nombre y por cuenta del titular del establecimiento. En concreto, se recogen la relación de los agentes y el alcance de su representación que deben estar a disposición del público en cada una de sus oficinas, los contratos de agencia deben figurar por escrito y los poderes otorgados deberán formalizarse ante fedatario público e inscribirse en el Registro Mercantil.</p>
DICIEMBRE	<p>MODIFICACIÓN DEL SISTEMA TARGET: SISTEMA DE REEMBOLSO Y OTRAS MODIFICACIONES DE LA NORMATIVA DEL SERVICIO DE LIQUIDACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA.—La CBE 8/2000, de 22 de diciembre, modificó el sistema TARGET para introducir lo que se denomina sistema de reembolso. Este sistema está previsto para aquellas situaciones en las que pudiera tener lugar un funcionamiento irregular del sistema TARGET que impidiera el procesamiento completo de las órdenes de pagos introducidas en dicho sistema. En tales situaciones, el SEBC y los demás bancos centrales participantes en TARGET se comprometen a reembolsar a las entidades afectadas determinados importes sobre la base del diferencial entre el tipo de interés aplicado por la utilización de las facilidades permanentes y el tipo marginal de las operaciones principales de financiación.</p> <p>El sistema de reembolso se aplicará cuando el funcionamiento irregular de TARGET afecte simultáneamente a pagos nacionales y transfronterizos. En el caso de que solo tenga consecuencias para los pa-</p>

2000	<p>gos nacionales, el Banco de España aplicará el régimen que proceda de acuerdo con la normativa vigente. Asimismo, dicho sistema solo será factible para las entidades participantes, emisoras o receptoras de pagos, que hubieran tenido que recurrir, como consecuencia del mal funcionamiento de TARGET, a la utilización de las facilidades marginales de depósito o de crédito.</p> <p>Finalmente, la Circular aprovecha para realizar ciertas actualizaciones de la CBE 5/1990, de 28 de marzo, respecto a las entidades adheridas al SLBE (antes, STMD), e introduce ciertas modificaciones en la CBE 11/1998, de 23 de diciembre, respecto al crédito intradía. A este respecto, las entidades de crédito y las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras que no sean contraparte del Eurosistema para operaciones de política monetaria o que no tengan autorizado el acceso a la facilidad marginal de crédito y que no devuelvan el crédito intradía antes de finalizar la sesión, deberán satisfacer unos pagos por intereses, calculados conforme a lo señalado en la CBE 11/1998.</p> <p>EXTENSIÓN DE LOS PROCEDIMIENTOS DE PAGO DE INTERESES DE LA DEUDA DEL ESTADO A LA DEUDA PÚBLICA EMITIDA POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS Y ENTIDADES LOCALES.—Mediante la publicación del <i>RD 1948/2000, de 1 de diciembre</i>, se extendieron los procedimientos especiales de pago de intereses de la deuda del Estado a la deuda emitida por las CCAA y las Entidades Locales, siempre y cuando dicha deuda cumpla los siguientes requisitos: que esté registrada en la Central de Anotaciones, y que la Comunidad Autónoma o Ente Local emisor de la deuda tenga firmado un Convenio con el Banco de España donde se determine que el servicio de devolución de retenciones practicadas en los pagos de cupón será prestado por el citado Banco.</p> <p>SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA: INCORPORACIÓN DE NUEVOS DOCUMENTOS.—La CBE 11/1990, de 6 de noviembre, que estableció las normas de funcionamiento del subsistema general de cheques y de pagarés de cuenta corriente, y la CBE 1/1998, de 27 de enero, que publicó las normas de funcionamiento del nuevo subsistema general de efectos de comercio, excluían la presentación a través de dichos subsistemas de los documentos cuya fecha de vencimiento fuera anterior en más de noventa días naturales a la fecha de su compensación. Asimismo, la CBE 1/1998 excluía del subsistema general de efectos de comercio, entre otros, los efectos susceptibles de protesto notarial emitidos con anterioridad a 1 de enero de 1986.</p> <p>Una vez superadas las dificultades técnicas y operativas que impedían su tratamiento en el SNCE, la <i>CBE 9/2000, de 22 de diciembre</i>, ha incorporado todos los documentos susceptibles de ser tratados en el SNCE. Solo quedan excluidos aquellos documentos que, afectados por motivos operativos o técnicos, se especifiquen en las Instrucciones Operativas.</p> <p>PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2001.—Como es habitual en el mes de diciembre de cada año, se aprobaron los Presupuestos Generales del Estado para el año 2001, mediante la <i>Ley 13/2000, de 28 de diciembre</i>.</p> <p>En el campo de la regulación financiera, el tipo de interés legal del dinero y el de demora de las deudas tributarias vigentes se incrementan del 4,25 % al 5,5 % y del 5,5 % al 6,5 %, respectivamente. Asimismo, se fija en 972,66 millardos el límite para el incremento del saldo vivo de la deuda del Estado durante el año. Este límite, que puede ser revisado si se dan determinadas circunstancias previstas en la propia Ley, será efectivo al término del ejercicio, pudiendo ser sobrepasado, previa autorización del Ministerio de Economía, en limitados casos.</p> <p>En el ámbito fiscal y concretamente respecto al IRPF, las modificaciones afectan a la actualización de los coeficientes correctores del valor de adquisición al 2 %, porcentaje de inflación previsto para el año 2001, así como al establecimiento de los mecanismos adecuados al objeto de compensar a aquellos contribuyentes a los que la nueva regulación les resulte menos ventajosa que la aplicación de las deducciones que vinieran disfrutando en materia de inversión y arrendamiento de su vivienda habitual. Asimismo, se mantienen para el año 2001 los tipos de las escalas general y autonómica, respectivamente.</p> <p>En materia de impuesto sobre sociedades, se actualizan los coeficientes que recogen la depreciación monetaria habida desde 1983, mediante la aplicación de un coeficiente uniforme a los índices recogidos en la tabla aprobada para el ejercicio anterior que refleje la variación de precios prevista para este año, con el objeto de eliminar la tributación de las plusvalías monetarias. Al igual que en los ejercicios 1999 y 2000, dichos coeficientes se aplicarán solo a los activos inmobiliarios. Por otro la-</p>
------	---

2000	<p>do, se determina el importe de los pagos a cuenta que deberán realizar las entidades sujetas a este impuesto, de forma similar a lo establecido en el año 2000.</p> <p>En el impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, se actualiza en el 2 % la escala aplicable en el caso de transmisiones y rehabilitaciones de títulos y grandezas.</p> <p>MEDIDAS FISCALES, ADMINISTRATIVAS Y DE ORDEN SOCIAL.—Como es frecuente en los últimos años, para facilitar el cumplimiento de los objetivos de política económica plasmados en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2000, se adoptaron una serie de medidas fiscales, administrativas y de orden social, recogidas en la <i>Ley 14/2000, de 29 de diciembre</i>. La norma introduce determinadas reformas que afectan al ámbito tributario, a las normas reguladoras del régimen del personal al servicio de las Administraciones Públicas, y atiende a necesidades concretas, tanto en la gestión como en la organización y acción administrativa, en diferentes ámbitos sectoriales.</p> <p>Dentro del campo fiscal, se modifican determinados apartados de la actual normativa del IRPF, recogida en la Ley 40/1998, de 9 de diciembre. En primer lugar, dentro de las rentas exentas, se añaden nuevos supuestos de exención, como son: las indemnizaciones como consecuencia de responsabilidad civil por daños personales en la cuantía legal o judicialmente reconocida, las prestaciones percibidas por entierro o sepelio, con el límite del importe total de los gastos incurridos, y se aumenta de un millón a dos millones el límite exento por las prestaciones por desempleo reconocidas por la respectiva entidad gestora cuando se perciban en la modalidad de pago único. Asimismo, se amplía la casuística de los contribuyentes que no tendrán obligación de declarar en el IRPF, incluyendo en este apartado a los que obtengan rentas procedentes exclusivamente de rendimientos del capital mobiliario no sujetos a retención derivados de letras del Tesoro y subvenciones para la adquisición de viviendas de protección oficial o de precio tasado, con el límite conjunto de 100.000 PTA brutas anuales. En el impuesto sobre sociedades, se modifican algunos aspectos del régimen de fusiones, y en el impuesto sobre la renta de no residentes se equiparan los tipos de gravamen con los tipos de retención existentes para residentes (18 %). En cuanto al impuesto sobre el valor añadido (IVA), se adapta la normativa comunitaria el procedimiento especial para la devolución del impuesto soportado con anterioridad al inicio de las operaciones que constituyen el objeto de la actividad del sujeto pasivo.</p> <p>Por otra parte, la Ley contiene importantes previsiones relativas a diversos aspectos de la acción administrativa sectorial, resaltando las del ámbito financiero: en primer lugar, en materia monetaria, se modifica la Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro, para acortar el período de canje de billetes y monedas en pesetas por billetes y monedas en euros, adelantando del 30 de junio al 28 de febrero de 2002 la fecha a partir de la cual los billetes y monedas denominados en pesetas dejarán de tener curso legal y solo conservarán un mero valor de canje. Dicho canje se realizará, desde el 1 de enero hasta el 30 de junio del año 2002, por las entidades de crédito y por el Banco de España, con arreglo al tipo de conversión (166,386 pesetas/euro) y a la aplicación, en su caso, de las normas de redondeo establecidas en la Ley 46/1998. A partir del 1 de julio de 2002, el canje se llevará a cabo exclusivamente por el Banco de España. Asimismo, se permite la distribución de cantidades limitadas de moneda en euros antes del año 2002, con el fin de facilitar el tránsito a la nueva moneda.</p> <p>En segundo lugar, se modifica la Ley 24/1988, de 24 de julio, del Mercado de Valores, para suprimir la exigencia de que los miembros de la Bolsa participen como accionistas en la Sociedad Rectora de la misma, con lo que se facilita el acceso a la condición de miembro de la Bolsa a otras entidades o personas, aumentando el grado de competencia. Esta medida permitirá, entre otras cosas, la cotización en las bolsas de las acciones de las Sociedades Rectores de los distintos mercados de valores. También se facilita la incorporación de las bolsas españolas a las alianzas europeas o globales.</p> <p>Finalmente, en materia de seguros, se modifica la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, estableciendo una nueva regulación del procedimiento de reclamaciones ante la Dirección General de Seguros, disponiendo que, con carácter previo, se formule dicha reclamación ante el Defensor del Asegurado de la entidad aseguradora o, en caso de no existir esta figura, el servicio o departamento que asuma las funciones para resolver las reclamaciones que formulen los tomadores, asegurados, beneficiarios, terceros perjudicados o derechohabientes de cualquiera de ellos.</p>
------	---

2001	
ENERO	<p>DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE EL AÑO 2001 Y ENERO DE 2002.—Como viene siendo habitual, durante este mes se publicaron el <i>RD 39/2001, de 19 de enero</i>, y la <i>OM de 26 de enero de 2001</i>, que disponen la creación y las condiciones de emisión de deuda del Estado para el año 2001 y enero de 2002, con el límite en este último mes del 15 % del volumen autorizado para el año 2001, y dos <i>Resoluciones de 26 de enero de 2001</i> del Tesoro, que disponen determinadas emisiones de deuda y hacen público el calendario de subastas ordinarias de letras, bonos y obligaciones del Estado que se ofertarán durante ese período. En sentido amplio, continúan los mismos instrumentos, técnicas, prácticas y demás elementos que configuraron la política de deuda para el año 2000.</p> <p>Respecto a las letras del Tesoro, se mantiene la emisión de letras a doce y dieciocho meses, pero, como novedad respecto al año anterior, se ha considerado conveniente <i>suspender</i> la emisión de letras a seis meses, dada la reducción que registra el déficit del presupuesto del Estado en el año 2001 y, en consecuencia, la menor necesidad de financiación a través de la deuda pública.</p> <p>En cuanto a los bonos y obligaciones del Estado, continúa la emisión de ambos instrumentos, pero, como consecuencia de la menor necesidad de financiación que conlleva la reducción del déficit del Estado para el año 2001, se reduce el número de subastas ordinarias de bonos a tres y cinco años, que pasan de ser mensuales a ser bimestrales, teniendo lugar en meses alternos. Las subastas de obligaciones del Estado seguirán celebrándose con su actual periodicidad, es decir, mensual para las emitidas a diez años y bimestral para quince y treinta años, teniendo lugar estas últimas en meses alternos.</p> <p>DEUDA DEL ESTADO: REGULACIÓN DEL PROCEDIMIENTO DE SUBASTAS DE LIQUIDEZ DEL TESORO.—El pasado 28 de septiembre, el Tesoro y el Banco de España acordaron introducir un anejo al Convenio sobre prestación del servicio de tesorería y de servicios relativos a la deuda del Estado, suscrito el 27 de diciembre de 1994, en virtud del cual el Banco de España podrá efectuar, por cuenta del Tesoro, operaciones de compraventa dobles (operaciones simultáneas), en cualquiera de sus modalidades. Asimismo, el procedimiento elegido para la realización de estas operaciones es el sistema de subasta en las que las entidades de crédito ofrezcan una rentabilidad determinada por los fondos obtenidos.</p> <p>La <i>Resolución de 26 de enero de 2001 de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera</i> desarrolló el procedimiento por el cual se realizarán tales subastas. Estas operaciones se instrumentarán a través de operaciones simultáneas a un día adjudicadas mediante subastas periódicas en las que se fija el diferencial a aplicar al tipo de interés de referencia. En un primer momento, se ha previsto que las subastas tengan una frecuencia mensual.</p> <p>Las entidades que podrán intervenir en las subastas deberán disponer de una cuenta de efectivo en el Banco de España y cuenta de valores en la Central de Anotaciones de deuda del Estado, y concurrir una de las siguientes condiciones: tener la condición de creador de mercado o negociante de deuda del Mercado de Deuda Pública del Reino de España; ser contrapartida del Banco de España en sus operaciones de ajuste de política monetaria, o ser entidades que expresamente estén autorizadas por el Tesoro.</p> <p>Las entidades adjudicatarias en la subasta formalizarán operaciones simultáneas a un día con el Tesoro durante el período de vigencia de la subasta, por el importe que les corresponda en función del porcentaje total asignado en la subasta (que en estos momentos es mensual) y del tipo de interés resultante. Este tipo de interés se determinará aplicando el diferencial correspondiente al tipo EONIA publicado el día anterior. Como activos de garantía, las entidades adjudicatarias aportarán valores de deuda del Estado anotadas en la Central de Anotaciones, cuya valoración será la misma que la aplicada por el Banco de España en sus operaciones de intervención a un día.</p> <p>MERCADO DE ANOTACIONES EN CUENTA DE DEUDA PÚBLICA: NUEVOS MIEMBROS.—La <i>OM de 19 de enero de 2001</i> modificó la OM de 19 de mayo de 1987, por la que se desarrolla el RD 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispuso la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, para incorporar como miembros del mercado de deuda pública al Tesoro Público y a la Tesorería General de la Seguridad Social. De este modo, el Tesoro Público y la Tesorería General de la Seguridad Social ostentarán la condición de titular de cuenta en la Central de</p>

2001	
FEBRERO	<p>Anotaciones del Banco de España y participarán en este mercado conforme a sus normas de funcionamiento y a las establecidas para la liquidación de efectivo en el Servicio de Liquidación del Banco de España.</p> <p>MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.—El RD 91/2001, de 2 de febrero, modificó parcialmente el Reglamento de las IIC, recogido en el RD 1393/1990, de 2 de noviembre, para incorporar y desarrollar las novedades introducidas en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma del Mercado de Valores.</p> <p>El Real Decreto incorpora una mayor flexibilización de la política de inversiones de las IIC. Como novedad, se introduce la posibilidad de que las IIC tengan invertido hasta el 25 % de su activo en obligaciones emitidas por entidades de crédito cuyo importe esté garantizado por activos que cubran suficientemente los compromisos de la emisión y que queden afectados de forma privilegiada al reembolso del principal y al pago de los intereses en caso de quiebra del emisor. Este porcentaje será igualmente aplicable a las inversiones en valores de carácter no subordinado emitidos por los fondos de titulización hipotecaria. De todos modos, se establece que los valores antes mencionados computarán como valores negociables en el coeficiente genérico de inversión cuyo nivel máximo es el 80 % del activo de la IIC. En cuanto al coeficiente mínimo de liquidez, se mantiene en el 3 % del activo para los fondos de inversión, y se reduce del 5 % al 3 % para las SIMCAV.</p> <p>Por otro lado, se clarifican los requisitos para obtener la autorización y los motivos para denegarla, tanto de las IIC como de sus sociedades gestoras. También se detallan las causas para revocar la autorización, tanto de las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo (SIM) y de las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV) como de sus sociedades gestoras.</p> <p>En cuanto a los requisitos de patrimonio de los fondos o de capital mínimo para las sociedades, se mantienen los mismos importes; no obstante, como novedad, se permite, transitoriamente, la constitución con un patrimonio inferior, que, en el caso de los fondos de inversión mobiliaria (FIM), no será inferior a 300.000 euros (50 millones de pesetas), y en el caso de los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM), a 600.000 euros (100 millones de pesetas), a condición de que en el plazo máximo de seis meses alcancen el patrimonio mínimo establecido. En caso contrario, deberán disolverse.</p> <p>Uno de los aspectos más importantes de la reforma es el desarrollo de las nuevas figuras previstas en la Ley 37/1998, con el fin de dar respuesta al gran dinamismo del sector que demanda cada vez una mayor especialización para la inversión de sus recursos. Las nuevas instituciones son las siguientes:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1 Instituciones de inversión colectiva «Índice»: se caracterizan por tomar como referencia un determinado índice bursátil o de renta fija representativo de uno o varios mercados radicados en Estados miembros de la OCDE o de valores negociados en ellos. El mercado donde coticen los valores que componen el índice reunirá unas características similares a las exigidas en nuestra legislación para obtener la condición de mercado secundario oficial. El índice, por su parte, deberá reunir determinadas condiciones. 2 Instituciones de inversión colectiva de fondos: se caracterizan por invertir mayoritariamente su activo en acciones o participaciones de varias IIC de carácter financiero. 3 Fondos de inversión mobiliaria principales: se caracterizan por tener como partícipes una o varias IIC subordinadas, nacionales o extranjeras, conforme a lo previsto en sus reglamentos de gestión. 4 Instituciones de inversión colectiva subordinadas: a diferencia de las IIC especializadas de fondos, las IIC subordinadas están vinculadas a un FIMP, que es el que realiza la gestión de la cartera. Las IIC subordinadas pueden tratarse de SIM, SIMCAV o los FIM que invierten su activo en un FIMP, conforme a lo previsto en sus estatutos sociales o en sus reglamentos de gestión. 5 Instituciones de inversión colectiva especializadas en la inversión en valores no negociados en mercados secundarios: este tipo de instituciones especializadas puede ser SIM o FIM, necesariamente de nueva creación, por lo que no podrá ser el resultado de la transformación de alguna otra existente.

2001	
	<p>Respecto a los depositarios, el RD citado rebaja del 4 ‰ al 2 ‰ anual la comisión máxima a percibir por los depositarios sobre el patrimonio custodiado. No obstante, al igual que en la regulación anterior, dicha comisión podrá ser superior, previa autorización de la CNMV, tratándose de depositarios que hayan de cumplir íntegramente sus funciones en el extranjero.</p> <p>En cuanto a las sociedades gestoras de IIC (en adelante, SGIIC), una de las principales novedades que aporta el RD es que se les autoriza a comercializar las acciones o participaciones de IIC cuyo patrimonio gestionan. En efecto, las SGIIC —además de las funciones ya contempladas en la normativa anterior— pueden gestionar, por cuenta de los fondos de inversión que administren, la suscripción y reembolso de sus participaciones. Esta actividad la podrán realizar directamente o mediante agentes o apoderados.</p> <p>Finalmente, se concreta el tipo de entidades financieras con las que las SGIIC pueden subcontratar la gestión de los activos extranjeros de las IIC que administren. De este modo, dicha entidad financiera podrá ser otra SGIIC o una entidad gestora de IIC o una empresa de servicios de inversión, en ambos casos domiciliadas en otro Estado miembro de la OCDE, siempre que cumplan determinados requisitos.</p>
MARZO	No hubo regulación financiera relevante.

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		
<i>a) Régimen jurídico</i>		
Ampliaciones de capital	May 2000	Jul-ago 2000
Activos exteriores de reserva	May 2000	Jul-ago 2000
<i>b) Instrumentación de la política monetaria</i>		
Modificación del coeficiente de reservas mínimas	Ago 2000	Oct 2000
Aplicación del coeficiente de reservas mínimas después de la introducción del euro en Grecia	Nov 2000	Ene 2001
<i>c) Otras funciones</i>		
Modificaciones de la información estadística y balance consolidado	Ago 2000	Oct 2000
II. BANCO DE ESPAÑA		
<i>a) Régimen jurídico</i>		
Modificación del Reglamento Interno	Feb 2000 Mar 2000	Abr 2000
<i>b) Mercado de cambios y relaciones con el exterior</i>		
Préstamos, créditos y compensaciones exteriores	Oct 2000	Ene 2001
Residentes titulares de cuentas bancarias en el extranjero	Oct 2000	Ene 2001
Modificaciones de la normativa sobre transacciones económicas con el exterior	Oct 2000	Ene 2001
<i>c) Funcionamiento del sistema de pagos</i>		
Sistema Nacional de Compensación Electrónica: medios de comunicación	Mar 2000	Jul-ago 2000
Normas generales de funcionamiento del Servicio de Liquidación del Banco de España y de la Central de Anotaciones del Mercado de Deuda Pública	May 2000	Jul-ago 2000
Normas básicas de funcionamiento del Servicio Español de Pagos Interbancarios	May 2000	Jul-ago 2000
Modificación del Sistema TARGET: sistema de reembolso y otras modificaciones de la normativa del Servicio de Liquidación del Banco de España	Dic 2000	Ene 2001
Sistema Nacional de Compensación Electrónica: incorporación de nuevos documentos	Dic 2000	Ene 2001
III. ENTIDADES DE CRÉDITO		
Cálculo del tipo de interés del mercado interbancario a un año (Mibor)	Ene 2000	Abr 2000
Modificación de las normas de solvencia	Abr 2000	Jul-ago 2000
Modificación de las normas de contabilidad	Jun 2000	Jul-ago 2000
	Sep 2000	Oct 2000
Transferencias transfronterizas	Nov 2000	Ene 2001

<i>Materia</i>	<i>Fecha norma</i>	<i>Boletín económico</i>
IV. OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS		
<i>a) Instituciones de inversión colectiva</i>		
Inversión en valores negociados en el mercado de valores latinoamericanos	Mar 2000	Abr 2000
Código general de conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión y modelos normalizados de contratos-tipo de gestión	May 2000	Jul-ago 2000
Modificación del Reglamento	Feb 2001	Abr 2001
<i>b) Otras instituciones</i>		
Entidades de capital-riesgo: normas de contabilidad y modelos de estados financieros	Sep 2000	Oct 2000
Establecimientos abiertos al público para cambio de moneda extranjera: desarrollo de su régimen jurídico	Nov 2000	Ene 2001
V. MERCADO DE VALORES		
<i>a) Mercado de deuda pública</i>		
Condiciones de emisión para el año 2000 y enero de 2001	Ene 2000	Abr 2000
Modificación de la regulación de las figuras de «creador de mercado» y de «entidad negociante»	Abr 2000	Jul-ago 2000
Extensión de los procedimientos de pago de intereses de la deuda del Estado a la deuda pública emitida por Comunidades Autónomas y Entidades Locales	Dic 2000	Ene 2001
Condiciones de emisión para el año 2001 y enero de 2002	Ene 2001	Abr 2001
Regulación del procedimiento de subastas de liquidez del Tesoro	Ene 2001	Abr 2001
<i>b) Otros mercados</i>		
Condiciones particulares de admisión y permanencia en el nuevo mercado	Feb 2000	Abr 2000
Folletos informativos para los contratos financieros atípicos	May 2000	Jul-ago 2000
Comunicación de opciones sobre acciones y de sistemas retributivos de administradores y directivos en sociedades cotizadas	Jul 2000 Ago 2000	Oct 2000
VI. INTRODUCCIÓN DEL EURO		
Protección por medio de sanciones penales y de otro tipo contra la falsificación de moneda	May 2000	Oct 2000
Modificación del Reglamento del Consejo de la Unión Europea sobre la introducción del euro tras la incorporación de Grecia	Nov 2000	Ene 2001
VII. LEGISLACIÓN FINANCIERA DE LA UNIÓN EUROPEA		
Directiva europea relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio	Mar 2000	Jul-ago 2000
Directiva europea relativa al acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y a su ejercicio	Sep 2000	Ene 2001

<i>Materia</i>	<i>Fecha norma</i>	<i>Boletín económico</i>
VIII. NORMAS FISCALES		
Impuesto sobre la renta de no residentes: procedimiento para realizar la retención a cuenta o su exclusión	Abr 2000	Jul-ago 2000
IX. OTRAS MATERIAS		
Firma electrónica: reglamento de acreditación de prestadores de servicios de certificación y de certificación de determinados productos	Feb 2000	Abr 2000
Medidas urgentes de estímulo al ahorro familiar, a la pequeña y mediana empresa y a la competencia, y medidas de liberalización de determinados sectores	Jun 2000	Jul-ago 2000
Prevención del blanqueo de capitales: obligaciones de comunicación	Ago 2000	Oct 2000
Presupuestos Generales del Estado para el año 2001	Dic 2000	Ene 2001
Medidas fiscales, administrativas y de orden social	Dic 2000	Ene 2001

ÍNDICES

Índice de cuadros

	<i>Páginas</i>
Cuadro I.1. Principales indicadores de la economía española	18
Cuadro II.1. Principales Indicadores macroeconómicos de Estados Unidos, Japón y Reino Unido ..	34
Cuadro II.2. Países con mercados emergentes: principales indicadores macroeconómicos.....	44
Cuadro III.1. Principales indicadores macroeconómicos del área del euro	52
Cuadro III.2. Países de la UEM: crecimiento anual del PIB	57
Cuadro IV.1. Consumo y formación bruta de capital fijo por sectores institucionales	74
Cuadro IV.2. Principales operaciones no financieras de las AAPP (SEC/95)	93
Cuadro IV.3. Balanza de Pagos: Resumen	97
Cuadro V.1. Cuentas de utilización de renta, de capital y financiera. Economía nacional. Detalle por sectores.....	103
Cuadro V.2. Operaciones financieras netas y flujos intersectoriales.....	105
Cuadro V.3. Sociedades no financieras y hogares e ISFL. Operaciones financieras	107
Cuadro V.4. Operaciones financieras de la nación	111
Cuadro V.5. Emisiones y ofertas públicas de valores negociables	113
Cuadro V.6. Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados.....	115
Cuadro V.7. Entidades de depósito. Estructura de balance y cuenta de resultados.....	120
Cuadro V.8. Créditos por finalidades.....	121
Cuadro V.9. Ratios de crédito bancario al sector privado sobre PIB: países de la UEM.....	122
Cuadro V.10. Fondos captados por otros intermediarios financieros	125

Índice de gráficos

	<i>Páginas</i>
Gráfico I.1. Producto interior bruto y demanda interna	12
Gráfico I.2. Indicadores de precios y costes	23
Gráfico I.3. Saldo comercial y relación real de intercambio	24
Gráfico I.4. Índices de competitividad de la economía española	25
Gráfico II.1. Indicadores macroeconómicos de las economías industrializadas y emergentes	35
Gráfico II.2. Precios de las materias primas	35
Gráfico II.3. Tipos de interés a corto y largo plazo, bolsas y diferenciales entre bonos privados y públicos	36
Gráfico II.4. Estados Unidos: costes laborales unitarios y su descomposición	38
Gráfico II.5. Estados Unidos: tipos de interés objetivo de los Fondos Federales	39
Gráfico II.6. Estados Unidos: beneficios, índices bursátiles e inversión	39
Gráfico II.7. Japón: principales indicadores macroeconómicos	41
Gráfico II.8. Economías emergentes: indicadores financieros	46
Gráfico III.1. UEM: composición del crecimiento, indicadores de confianza y evolución del empleo, el salario real y la productividad	53
Gráfico III.2. UEM: Índices armonizados de precios de consumo	56
Gráfico III.3. UEM: composición del ajuste presupuestario en 1999 y 2000 respecto a los ejercicios precedentes	58
Gráfico III.4. Tipos de cambio nominales del euro frente al dólar y al yen	62
Gráfico III.5. Índice de condiciones monetarias en la UEM: contribuciones	63
Gráfico III.6. Índices de los mercados bursátiles	63
Gráfico III.7. Tipos de interés de la zona del euro	64
Gráfico III.8. Tipos de interés de la zona del euro	64
Gráfico III.9. Agregados monetarios y crediticios en la zona del euro	66
Gráfico IV.1. Magnitudes monetarias y financieras de la economía española	70
Gráfico IV.2. Principales agregados macroeconómicos	73
Gráfico IV.3. Consumo final de los hogares	75
Gráfico IV.4. Inversión residencial	76
Gráfico IV.5. Inversión productiva privada	77
Gráfico IV.6. Demanda exterior	79
Gráfico IV.7. Ciclo económico	81
Gráfico IV.8. VAB por ramas de actividad	81
Gráfico IV.9. Mercado laboral: participación, empleo y paro	83

	<u>Páginas</u>
Gráfico IV.10. Determinantes de los salarios	86
Gráfico IV.11. Composición de los deflatores de la demanda final y del PIB.	87
Gráfico IV.12. Precios y costes por ramas de actividad	89
Gráfico IV.13. Índices de precios y costes relativos	92
Gráfico IV.14. Descomposición de la variación del déficit de las AAPP (SEC/95)	94
Gráfico IV.15. Balanza por cuenta corriente y balanza de capital	98
 Gráfico V.1. Ahorro, inversión y capacidad (+) o necesidad (–) de financiación de la nación	 104
Gráfico V.2. Operaciones financieras de los hogares e ISFL	106
Gráfico V.3. Evolución de distintas rentabilidades	108
Gráfico V.4. Operaciones financieras de las sociedades no financieras	108
Gráfico V.5. Operaciones financieras de las Administraciones Públicas	110
Gráfico V.6. Índices bursátiles	116
Gráfico V.7. Rentabilidad de la deuda pública	117
Gráfico V.8. Diferencial de rentabilidad entre la deuda privada y la pública	118
Gráfico V.9. Entidades de depósito	124
Gráfico V.10. Inversores institucionales	124
Gráfico V.11. Posición patrimonial de los hogares e ISFL y sociedades no financieras	126
Gráfico V.12. <i>Ratios</i> de endeudamiento	128

Índice de recuadros

	<i>Páginas</i>
Recuadro I.1. La situación patrimonial de los hogares en Estados Unidos, la UEM y España.	17
Recuadro I.2. Inflación y cambios en la calidad de los productos: el uso de regresiones hedónicas para corregir los sesgos por calidad.	21
Recuadro I.3. La convergencia España-UE 1960-2000: contribuciones de la tasa de ocupación y de la productividad del trabajo.	27
Recuadro II.1. Productividad, desequilibrio exterior y tipo de cambio del dólar.	37
Recuadro II.2. Tendencias recientes en los flujos de capital hacia América Latina.	45
Recuadro III.1. El producto por empleado en la UEM: evolución reciente y divergencias nacionales. .	55
Recuadro III.2. El cambio en la instrumentación de las operaciones principales de financiación del Eurosistema.	61
Recuadro III.3. ¿Han cambiado las determinantes de los diferenciales de rentabilidad entre las deudas soberanas de los países del área del euro desde el inicio de la UEM?	65
Recuadro IV.1. Las ramas productoras de bienes y servicios relacionados con las tecnologías de la información y de las comunicaciones en la economía española.	71
Recuadro IV.2. Algunos aspectos de la negociación colectiva en España.	85
Recuadro IV.3. El comercio exterior por ramas productivas: implicaciones para la competitividad de la economía española.	91
Recuadro IV.4. La orientación de la política fiscal en España.	95
Recuadro V.1. Evolución reciente de la financiación de las empresas no financieras españolas con valores de renta fija.	109
Recuadro V.2. La financiación del crédito bancario en España.	119
Recuadro V.3. Cambios recientes en la fiscalidad de los instrumentos financieros.	123
Recuadro V.4. Los principales cambios en la composición de la riqueza financiera de las familias. .	127

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA

Consejo de gobierno

GOBERNADOR

Jaime Caruana

SUBGOBERNADOR

Gonzalo Gil

CONSEJEROS

Eduardo Bueno

José M. González-Páramo

Jesús Leguina

Joaquín Muns

Jaime Requeijo

Julio Segura

DIRECTORA GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA

Gloria Hernández

(Sin voto en asuntos de política monetaria)

VICEPRESIDENTE DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

Juan Jesús Roldán

(Sin voto en asuntos de política monetaria)

DIRECTORES GENERALES DEL BANCO

José L. Malo de Molina

(Con voz y sin voto)

Francisco J. Aríztegui

Pedro Pablo Villasante

José M.^a Roldán

José M.^a Viñals

SECRETARIO

José R. Del Caño

(Con voz y sin voto)

REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO

Isabel Gutiérrez

(Con voz y sin voto)

Comisión ejecutiva

GOBERNADOR

Jaime Caruana

SUBGOBERNADOR

Gonzalo Gil

CONSEJEROS

José M. González-Páramo
Julio Segura

DIRECTORES GENERALES

(Con voz y sin voto)

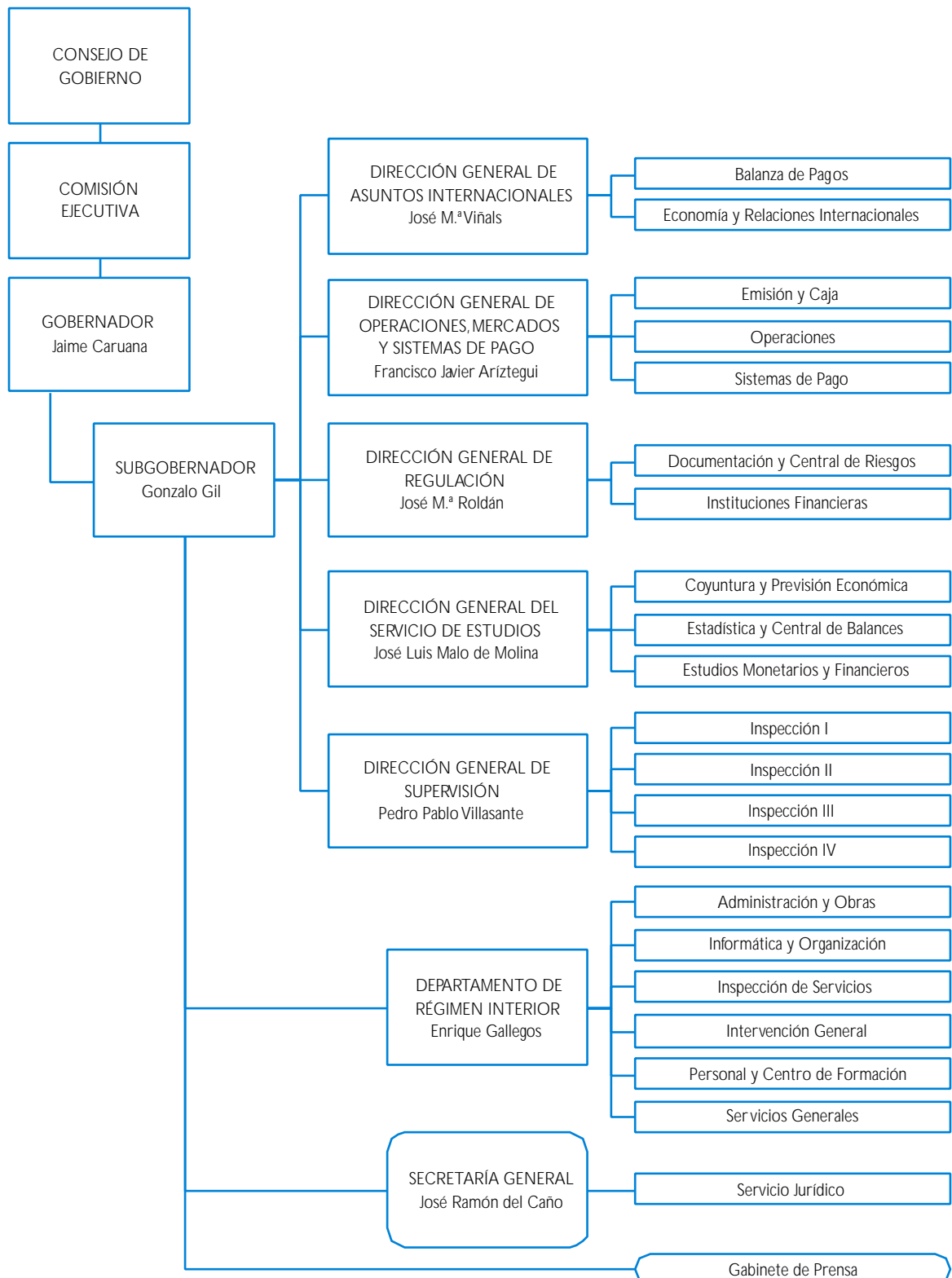
José L. Malo de Molina
Francisco J. Aríztegui
Pedro Pablo Villasante
José M.^a Roldán
José M.^a Viñals

SECRETARIO

(Con voz y sin voto)

José R. Del Caño

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.
RECOPIACIÓN (cuatrimestral)

REGISTROS DE ENTIDADES (anual)

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

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 Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

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).

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

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).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0103 FRANCISCO DE CASTRO, JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO AND PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Evaluating the dynamics of fiscal policy in Spain: patterns of interdependence and consistency of public expenditure and revenues.
- 0104 CARSTEN KRABBE NIELSEN: Three Exchange Rate Regimes and a Monetary Union: Determinacy, Currency Crises, and Welfare.
- 0105 JUAN AYUSO AND RAFAEL REPULLO: Why Did the Banks Overbid? An Empirical Model of the Fixed Rate Tenders of the European Central Bank.
- 0106 FRANCISCO J. RUGE-MURCIA: Inflation targeting under asymmetric preferences.
- 0107 JOSÉ VIÑALS: Monetary policy issues in a low inflation environment.
- 0108 AGUSTÍN MARAVALL AND ANA DEL RÍO: Time aggregation and the Hodrick-Prescott filter.
- 0109 JORDI GALÍ AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: A new Phillips curve for Spain.

EDICIONES VARIAS (1)

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 4.680 PTA / 28,13 e (*).

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (****).

SERVICIO JURÍDICO DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito. 4.ª ed. (1999). 6.000 PTA / 36,06 e (*).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 884 PTA / 5,31 e (*).

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). 2.000 PTA / 12,02 e (*).

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000)(2000). 1.500 PTA / 9,02 e (*).

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 1.560 PTA / 9,38 e (*).

(1) Las publicaciones marcadas con un asterisco (*) son distribuidas por el Banco de España, Sección de Publicaciones. Los precios llevan incluido el 4 % de IVA. Las publicaciones marcadas con dos asteriscos (**) son distribuidas por Alianza Editorial. Las publicaciones marcadas con tres asteriscos (***) son distribuidas por Editorial Tecnos. Las publicaciones marcadas con cuatro asteriscos (****) son distribuidas por Macmillan (Londres).

DISTRIBUCIÓN, TARIFAS Y MODALIDADES DE SUSCRIPCIÓN (1) (2001)

Todas las publicaciones pueden adquirirse en el Negociado de Distribución y Gestión (Sección de Publicaciones) del Banco de España, a excepción de aquellos libros en los que se indica otro distribuidor.

Informe anual (ediciones en español e inglés):

- *España*: 2.080 PTA / 12,50 e
- *Extranjero*: 3.000 PTA / 18,03 e

Cuentas financieras de la economía española (edición bilingüe: español e inglés):

- *España*: 2.080 PTA / 12,50 e
- *Extranjero*: 3.000 PTA / 18,03 e

Balanza de pagos de España (edición bilingüe: español e inglés):

- *España*: 2.080 PTA / 12,50 e
- *Extranjero*: 3.000 PTA / 18,03 e

Central de Anotaciones en Cuenta:

- *España*: 1.040 PTA / 6,25 e
- *Extranjero*: 2.000 PTA / 12,02 e

Boletín económico y Boletín estadístico (2):

- *España*:
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*:
20.800 PTA / 125,01 e
Suscripción a ambos boletines: 28.600 PTA / 171,89 e
Ejemplar suelto: 2.080 PTA / 12,50 e
- *Extranjero*:
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*:
31.000 PTA / 186,31 e
Suscripción a ambos boletines: 48.000 PTA / 288,49 e
Ejemplar suelto: 3.000 PTA / 18,03 e

Economic bulletin (2):

- *España*:
Suscripción anual: 7.488 PTA / 45,00 e
Ejemplar suelto: 2.080 PTA / 12,50 e
- *Extranjero*:
Suscripción anual: 14.250 PTA / 85,64 e
Ejemplar suelto: 3.000 PTA / 18,03 e

Boletín de anotaciones en cuenta (3):

- *España*:
Suscripción anual por correo: 33.280 PTA / 200,02 e
Suscripción anual por fax: 33.280 PTA / 200,02 e
Números sueltos: 208 PTA / 1,25 e
- *Extranjero* (por avión): suscripción anual: 95.000 PTA / 570,96 e

Manual de la Central de Anotaciones:

- *Ejemplar suelto*: 5.200 PTA / 31,25 e

Registros de entidades:

- *España*: 2.522 PTA / 15,16 e
- *Extranjero*: 3.000 PTA / 18,03 e

Circulares a entidades de crédito:

- *España*: suscripción anual: 14.560 PTA / 87,51 e
- *Extranjero*: suscripción anual: 28.000 PTA / 168,28 e

Circulares del Banco de España. Recopilación:

- *España*:
Recopilación: 7.280 PTA / 43,75 e
Actualización anual: 3.120 PTA / 18,75 e
- *Extranjero*:
Recopilación: 14.000 PTA / 84,14 e
Actualización anual: 6.000 PTA / 36,06 e

Publicaciones de la Central de Balances:

Monografía anual:

- *España*: Libro o CD-ROM: 2.000 PTA / 12,02 e

Estudios de encargo:

- Precio según presupuesto adaptado a cada petición (4).

Proyecto BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised):

- *España*: consultar a la Central de Balances.

Estudios económicos (Serie azul)

y Estudios de historia económica (Serie roja):

- *España*: 884 PTA / 5,31 e
- *Extranjero*: 1.800 PTA / 10,82 e

Documentos de trabajo:

- *España*:
Suscripción anual: 7.280 PTA / 43,75 e
Ejemplar suelto: 312 PTA / 1,88 e
- *Extranjero*:
Suscripción anual: 10.000 PTA / 60,10 e
Ejemplar suelto: 430 PTA / 2,58 e

Memoria del Servicio de Reclamaciones

- *España*: 1.040 PTA / 6,25 e
- *Extranjero*: 2.000 PTA / 12,02 e

Ediciones varias (5).

- (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. En disquetes y CD-ROM se incluye el 16 % de IVA.
- (2) La suscripción al *Boletín económico* y/o *estadístico* incluye el envío gratuito del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de la *Balanza de pagos de España*. La suscripción al *Economic bulletin* incluye el envío gratuito de las *Cuentas financieras de la economía española*, de la edición en inglés del *Informe anual*, y de los Documentos de Trabajo (inglés y español). La distribución al extranjero será por vía aérea.
- (3) Incluye el envío gratuito de la Memoria de la Central de Anotaciones en Cuenta.
- (4) Dirigirse al Servicio de Difusión de la Central de Balances (teléfonos 91 3386931, 91 338 6929 y 91 338 6930, fax 91 338 6880; envíos postales a calle de Alcalá, 50, 28014 Madrid). No se acomete ningún trabajo sin la previa aceptación del presupuesto. No se atienden peticiones de empresas que hayan negado su colaboración.
- (5) Los precios de los libros que distribuye el Banco de España figuran a continuación de cada título. Dichos precios llevan incluido el 4 % de IVA en las ventas al territorio peninsular y Baleares. Para otros destinos, consultar precios.

Información: Banco de España. Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión.
Alcalá, 50. 28014 Madrid - Teléfono: 91 338 5180 - Fax: 91 338 5320 - e-mail: publicaciones@bde.es