

BANCO DE ESPAÑA

informe anual

2001

# informe anual

## 2001

BANCO DE ESPAÑA

Madrid 2002

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>

© Banco de España, 2002

ISSN: 0067-3315

ISBN: 84-7793-790-7

Depósito legal: M. 20099-2002

Imprenta del Banco de España

## Siglas empleadas

AAPP	Administraciones Públicas	INSS	Instituto Nacional de la Seguridad Social
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
ANFAC	Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IPC	Índice de Precios de Consumo
BCE	Banco Central Europeo	IPI	Índice de Producción Industrial
BCN	Bancos Centrales Nacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
BE	Banco de España	IRYDA	Instituto Nacional de Reforma y Desarrollo Agrario
BOE	Boletín Oficial del Estado	ISFAS	Instituto Social de las Fuerzas Armadas
BPI	Banco de Pagos Internacionales	ISFLSH	Instituciones sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CBA	Central de Balances. Datos anuales	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CBE	Circular del Banco de España	LGP	Ley General Presupuestaria
CBT	Central de Balances. Datos trimestrales	LISMI	Ley de Integración Social de Minusválidos
CCAA	Comunidades Autónomas	MAPA	Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación
CCLL	Corporaciones Locales	MCT	Ministerio de Ciencia y Tecnología
CCS	Consorcio de Compensación de Seguros	ME	Ministerio de Economía
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	MEFFSA	Mercado Español de Futuros Financieros
CESCE	Compañía Española de Crédito a la Exportación	MH	Ministerio de Hacienda
CFEF	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	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	OFICEMEN	Asociación de Fabricantes de Cemento de España
DEG	Derechos Especiales de Giro	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
DGSFR	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OM	Orden Ministerial
DGT	Dirección General de Tráfico	OOAA	Organismos Autónomos
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DOCE	Diario Oficial de las Comunidades Europeas	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
EURIBOR	Tipo de Interés de Oferta de los Depósitos Interbancarios en Euros (Euro Interbank Offered Rate)	RD	Real Decreto
EUROSTAT	Oficina de Estadística de la Comunidad Europea	REE	Red Eléctrica de España
EPA	Encuesta de Población Activa	RENFE	Red Nacional de Ferrocarriles Españoles
FAD	Fondos de Ayuda al Desarrollo	RSU	Residuos Sólidos Urbanos
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	RTVE	Radio Televisión Española, S.A.
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	SEC	Sistema Europeo de Cuentas Nacionales
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	SEOPAN	Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional
FEVE	Ferrocarriles de Vía Estrecha	SEPI	Sociedad Estatal de Participaciones Industriales
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	SIM	Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	SIMCAV	Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
FMI	Fondo Monetario Internacional	SME	Sistema Monetario Europeo
FMM	Fondos del Mercado Monetario	SMI	Salario Mínimo Interprofesional
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	TAE	Tasa Anual Equivalente
FSE	Fondo Social Europeo	TCE	Tipo de Cambio Efectivo
HUNOSA	Hulleras del Norte, S.A.	TCEN	Tipo de Cambio Efectivo Nominal
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	TCER	Tipo de Cambio Efectivo Real
ICO	Instituto de Crédito Oficial	UE	Unión Europea
IFM	Instituciones Financieras Monetarias	UEM	Unión Económica y Monetaria
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	UNESA	Unión Eléctrica, S.A.
IMSERSO	Instituto de Migraciones y Servicios Sociales	UNESID	Unión de Empresas Siderúrgicas
INE	Instituto Nacional de Estadística	VNA	Variación Neta de Activos
INEM	Instituto Nacional de Empleo	VNP	Variación Neta de Pasivos
INIA	Instituto Nacional de Investigaciones Agrarias		

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

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

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

## Abreviaturas y signos más utilizados

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

La recepción de información para la elaboración de este Informe  
terminó el día 31 de mayo

# Índice general

Páginas

## CAPÍTULO I

### RASGOS BÁSICOS

I.1. La culminación del proceso de Unión Económica y Monetaria .....	11
I.2. La inflexión en la coyuntura mundial .....	13
I.3. La fase de desaceleración de la economía española .....	20
I.4. Los retos a medio y largo plazo de la economía española .....	25

## CAPÍTULO II

### EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

II.1. Valoración global .....	33
II.2. Las principales economías industrializadas .....	37
II.2.1. Estados Unidos .....	37
II.2.2. Japón .....	42
II.2.3. Otras economías desarrolladas .....	42
II.3. Las economías emergentes .....	43
II.3.1. Los países aspirantes a la entrada en la Unión Europea .....	43
II.3.2. América Latina .....	46
II.3.3. El sudeste de Asia y otras zonas emergentes .....	50

## CAPÍTULO III

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

III.1. Las condiciones económicas en el área del euro .....	53
III.1.1. La actividad y el empleo .....	53
III.1.2. Precios y costes .....	58
III.2. Las políticas económicas en el área del euro .....	62
III.2.1. La política fiscal .....	62
III.2.2. Las políticas estructurales .....	65
III.3. La política monetaria común y las condiciones monetarias y financieras en el área del euro ..	66
III.3.1. Las decisiones de política monetaria .....	66
III.3.2. Las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro .....	68

## CAPÍTULO IV

### LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

IV.1. Las políticas económicas .....	73
IV.1.1. Las condiciones monetarias y financieras .....	73
IV.1.2. Las políticas macroeconómicas domésticas .....	74
IV.2. La demanda .....	79
IV.3. La actividad .....	86
IV.4. El mercado de trabajo .....	89
IV.5. Los costes y los precios .....	93
IV.5.1. Los costes y los precios: las ramas productivas .....	95
IV.6. La competitividad .....	98
IV.7. La actividad de las Administraciones Públicas .....	101
IV.8. La balanza de pagos .....	103

## CAPÍTULO V

### LOS FLUJOS, MERCADOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

V.1. Los flujos financieros de la economía española .....	108
V.1.1. La cuenta de capital de los sectores institucionales .....	108
V.1.2. Los flujos financieros de la economía española .....	108
V.1.3. Los flujos financieros de los hogares y las sociedades no financieras .....	111
V.1.4. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas .....	114
V.1.5. La inversión y la financiación exterior de la economía española .....	115
V.2. Los mercados financieros españoles .....	118
V.2.1. Los mercados primarios .....	119
V.2.2. La actividad en los mercados secundarios .....	121
V.2.3. Los precios negociados en los mercados secundarios .....	121
V.3. Los intermediarios financieros españoles .....	126
V.3.1. Las entidades de depósito .....	126
V.3.2. Los inversores institucionales .....	130
V.4. La posición patrimonial del sector privado no financiero .....	132

### CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA

Ejercicio de 2001 .....	135
-------------------------	-----

### ANEJO LEGISLATIVO

1. Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2001 a marzo de 2002 .	163
2. Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación .....	188

### ÍNDICES

Índice de cuadros .....	193
Índice de gráficos .....	195
Índice de recuadros .....	197

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

Consejo de gobierno .....	201
Comisión ejecutiva .....	202
Organigrama general .....	203

## CAPÍTULO I

# RASGOS BÁSICOS



## **I.1. LA CULMINACIÓN DEL PROCESO DE UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA**

La evolución de la economía española durante el período al que se refiere este Informe anual ha transcurrido bajo la influencia de dos acontecimientos de singular importancia, aunque de diversa naturaleza: la culminación de la Unión Económica y Monetaria (UEM) mediante el canje al euro y el cambio en el escenario internacional propiciado por la desaceleración norteamericana y los efectos de los ataques terroristas del 11 de septiembre.

A lo largo de los primeros meses del presente año se ha completado la fase más visible del proceso de unión monetaria en Europa, al procederse a la introducción de los billetes y monedas en euros y a la retirada del efectivo denominado en las antiguas divisas nacionales de los doce países que hoy componen la UEM. El proceso de canje, una operación de enorme complejidad logística, se ha realizado a un ritmo superior al previsto por las autoridades europeas y ha culminado con un éxito notable, que ha puesto de manifiesto el alto grado de aceptación de la nueva moneda. De este modo, tres años después del comienzo de la UEM, el euro es utilizado en todo tipo de transacciones por trescientos millones de ciudadanos y ha satisfecho una parte importante de las expectativas creadas con su introducción en 1999. En Europa, se ha formado un área económica, con un alto nivel de integración y un tamaño comparable al de Estados Unidos, y superior al de Japón, cuya moneda común ha empezado a adquirir un protagonismo creciente en el sistema monetario internacional.

Pero, sobre todo, la zona del euro se ha consolidado como una zona de elevada estabilidad ma-

croeconómica, asentada en la política monetaria del Eurosistema, que está orientada inequívocamente al mantenimiento de la estabilidad de precios. Los beneficios que comporta la UEM se seguirán manifestando a lo largo del tiempo conforme se vayan aprovechando las ventajas de la creciente integración y a medida que las economías de la zona vayan superando las deficiencias estructurales que todavía arrostran y afianzando sus posibilidades de crecimiento. No obstante, entre los efectos que se han hecho notar con carácter inmediato destaca la capacidad que ha mostrado el conjunto del área para afrontar, con menores perturbaciones macroeconómicas o financieras que en el pasado, los episodios de inestabilidad internacional acaecidos desde enero de 1999.

Ello no ha impedido, como es lógico, que la UEM —en un escenario económico cada vez más globalizado— se haya visto afectada el pasado año por el deterioro sensible de la actividad económica registrado en los principales países industrializados. Esta desaceleración cíclica, a pesar de la incertidumbre prevaleciente, podría haber tocado fondo en los últimos meses de 2001.

Para la economía española, la participación en la unión monetaria ha supuesto la culminación de un largo proceso orientado al establecimiento de un régimen de estabilidad macroeconómica y ha alentado la adopción de reformas para mejorar el funcionamiento de sus mercados e instituciones. Las ventajas del nuevo régimen macroeconómico, acompañadas por el progreso en la liberalización económica, han permitido a España crecer de manera sostenida y crear empleo a un ritmo más rápido que los restantes países del área, lo que se ha traducido en un continuado avance en la convergencia real en términos de renta *per cápita*. Así, el cambio del escenario

## Principales indicadores de la economía española

	1997	1998	1999	2000	2001
INDICADORES DE CONVERGENCIA REAL (España/UE) (a):					
PIB per cápita (b)	79,9	81,0	82,3	83,1	83,5
<i>Productividad aparente del trabajo</i>	93,4	92,8	92,5	91,9	91,7
<i>Tasa de ocupación</i>	83,9	85,6	87,3	88,7	89,2
<i>Población 16-64 / población total</i>	101,9	102,0	101,9	101,9	102,0
DEMANDA Y PRODUCTO A PRECIOS CONSTANTES (c):					
Consumo privado	3,2	4,5	4,7	4,0	2,7
Consumo público	2,9	3,7	4,2	4,0	3,1
Formación bruta de capital	4,8	10,3	9,0	5,0	2,9
<i>Capital fijo en equipo</i>	10,8	13,3	7,7	4,8	-2,2
<i>Capital fijo en construcción</i>	2,3	8,1	9,0	6,2	5,7
Exportación de bienes y servicios	15,3	8,2	7,6	9,6	3,4
Importación de bienes y servicios	13,2	13,3	12,8	9,8	3,7
Producto interior bruto	4,0	4,3	4,1	4,1	2,8
EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (c):					
Empleo total	3,1	3,8	3,7	3,1	2,4
Remuneración por asalariado	2,3	2,7	2,7	3,4	4,3
Costes laborales unitarios	3,1	4,2	4,0	3,8	1,9
Deflactor del PIB	2,3	2,4	2,9	3,4	3,9
Índice de precios de consumo (dic-dic)	2,0	1,4	2,9	4,0	2,7
Índice de precios de consumo (media anual)	2,0	1,8	2,3	3,4	3,6
Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC) (d)	0,2	0,6	1,1	1,2	1,0
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (e):					
Ahorro de los sectores residentes (f)	23,7	23,7	23,4	23,1	23,6
<i>Administraciones Públicas (f)</i>	0,0	0,8	2,4	2,9	3,4
Inversión de los sectores residentes	22,1	23,2	24,5	25,6	25,5
<i>Administraciones Públicas</i>	3,2	3,3	3,5	3,3	3,5
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	1,6	0,5	-1,1	-2,5	-1,9
<i>Administraciones Públicas</i>	-3,2	-2,6	-1,1	-0,3	0,0
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	66,5	64,5	63,1	60,4	57,8
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (g):					
Tipo de intervención semanal del BCE	—	—	2,7	4,0	4,3
Tipo de la deuda pública a diez años	6,4	4,8	4,7	5,5	5,1
Tipo sintético del crédito bancario	7,2	5,9	4,9	5,9	5,8
Índice General de la Bolsa de Madrid (base dic 1985 = 100)	556,1	817,7	894,4	994,8	853,4
Tipo de cambio dólar/euro (h)	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9
T. de cambio efectivo nominal con países desarrollados (i)	100,7	100,4	98,7	95,8	96,3
T. de cambio efectivo real con países desarrollados (j)	98,7	99,9	99,2	97,3	99,3
T. de cambio efectivo nominal con UEM (i)	100,5	100,1	100,0	100,0	100,0
T. de cambio efectivo real con UEM (j)	97,9	99,6	100,5	101,9	103,7
Medios de pago	9,9	10,3	14,4	8,5	3,9
Activos líquidos (k)	3,3	1,7	2,4	8,8	8,5
Financiación total de las familias	11,7	16,5	19,1	17,5	14,2
Financiación total de las empresas no financieras	8,9	11,6	18,3	21,3	18,2

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

(a) UE=100.

(b) Calculado a partir de las series a precios constantes de 1995 y en PPC de UE-15.

(c) Tasas de variación.

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

(e) Niveles en porcentajes del PIB. Las cifras de ahorro e inversión para 2001 son estimaciones del Banco de España.

(f) Incluye transferencias netas de capital recibidas.

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

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

(i) Base 1999 I=100.

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

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

internacional registrado durante el año 2001 ha alcanzado a la economía española cuando todavía se mantenía dentro de una fase de altas tasas de crecimiento, asentada en una situación saneada de las empresas y las familias y en una notable mejora de las finanzas públicas, aunque ya habían aparecido algunos indicios propios de la prolongación de las tendencias expansivas en forma de diferenciales de inflación con la zona del euro, aumento del déficit comercial e incremento del endeudamiento del sector privado.

La brusca inflexión en la coyuntura internacional ha incidido sensiblemente en la trayectoria de la economía española, que sufrió una desaceleración de la actividad económica que ha tendido a remitir en los primeros meses del año actual, habiéndose situado en el 2% la tasa de crecimiento interanual del PIB real del primer trimestre —según la estimación del INE referida a la serie desestacionalizada—, frente al 3,2% con el que se inició el pasado ejercicio. La pérdida de dinamismo ha sido particularmente intensa en el sector de la industria manufacturera y ha supuesto una fuerte contracción de la inversión en bienes de equipo. No obstante, la corrección cíclica no ha interrumpido la continuidad del avance en la convergencia real, rompiendo así la pauta de los episodios anteriores de desaceleración. Este nuevo patrón refleja el cambio inducido en el funcionamiento de la economía como consecuencia de la satisfactoria integración en la nueva área económica y monetaria, que ha permitido desactivar los mecanismos que en el pasado tendían, en ausencia de una suficiente estabilidad macroeconómica, a acentuar la brusquedad de las oscilaciones cíclicas, de manera que períodos de crecimiento rápido y desequilibrado desembocaban en correcciones profundas a través de recesiones más severas que los países de nuestro entorno.

No debe pensarse, sin embargo, que las transformaciones inducidas por la adhesión a la UEM garantizan el mantenimiento a medio y largo plazo de las pautas recientes. De hecho, junto con los importantes cambios estructurales que han acompañado a la integración monetaria, se han registrado impulsos expansivos de naturaleza transitoria. Así, la convergencia hacia niveles de tipos de interés propios de una zona con estabilidad de precios propulsó el dinamismo de la demanda doméstica. La adaptación de los agentes a este cambio permanente, pero irrepetible, en el coste de la financiación favoreció un aumento del endeudamiento, que resultaba coherente con las nuevas condiciones. No obstante,

una vez que se haya completado el ajuste y las familias y empresas hayan alcanzado la composición deseada de sus balances, las decisiones de gasto tenderán a normalizarse, de manera que habrán desaparecido algunos de los factores que han estado sosteniendo el mayor vigor relativo de la economía española.

Acabada la transición, los niveles de estabilidad macroeconómica de la zona del euro facilitan la sostenibilidad del crecimiento de la economía española y eliminan muchas de las fuentes de desequilibrios que en el pasado lastraron la continuidad del dinamismo, pero no aseguran, por sí solos, el avance en la convergencia real. En la nueva situación, esta depende de los determinantes últimos de la competitividad de la economía, vinculados al aumento y a la utilización eficiente de los recursos disponibles mediante el incremento de la capacidad productiva, el aprovechamiento de las innovaciones tecnológicas, la cualificación y adaptación de los trabajadores a los procesos productivos y el funcionamiento flexible de los mercados de bienes, servicios y factores. En este terreno pueden plantearse retos a medio y largo plazo que deben abordarse con suficiente anticipación, pues requieren reformas y decisiones de política económica cuya instrumentación no es inmediata y cuyos efectos se manifiestan con considerable retraso.

Los rasgos básicos de la evolución de la economía española en el momento de la culminación de la UEM se articulan, por tanto, en torno a la reacción de la misma frente a la desaceleración de la economía mundial y a los retos que plantea mantener a medio y largo plazo la convergencia real, una vez finalizado con éxito el período de transición.

## **1.2. LA INFLEXIÓN EN LA COYUNTURA MUNDIAL**

Durante el año 2001, la economía mundial experimentó una sensible desaceleración, que afectó, con diferente intensidad, a todas las áreas geográficas. Así, la economía norteamericana pasó de crecer el 4,1% en 2000 a un 1,1% en 2001. Asimismo, en el área del euro, el aumento del PIB apenas alcanzó el 1,5% el pasado año, después de haber llegado al 3,4% en 2000. Por su parte, Japón volvió a atravesar un período de recesión técnica, culminando un ciclo, de diez años, donde el crecimiento medio anual del PIB no superó el 1%.

Las economías emergentes registraron, en general, tasas de crecimiento inferiores a las del año anterior, pero superiores a las de las economías desarrolladas, destacando el dinamismo de China, India y Rusia. En particular, los países latinoamericanos se vieron muy afectados por la desaceleración económica en Estados Unidos y el bajo nivel del precio internacional de las materias primas que exportan algunos de los países de la región. En Argentina, la agudización de la recesión hizo patente la insostenibilidad del sistema cambiario vigente y desencadenó la suspensión de pagos de la deuda pública. Tras la adopción de un régimen de libre flotación para el peso argentino a principios del presente año, el país está atravesando una fase de elevada incertidumbre, caracterizada por el escaso pulso de la actividad económica, la vulnerabilidad del sistema financiero, la frágil situación patrimonial de empresas y familias y la considerable inestabilidad social, política y jurídica (véase recuadro II.3). No obstante, en contra de lo ocurrido en otros episodios recientes de inestabilidad en mercados emergentes, apenas se han producido, a pesar de la gravedad de la crisis, efectos importantes de contagio sobre otros países, lo que resulta indicativo, en general, de la aplicación de mejores políticas económicas y de prácticas más transparentes en la disseminación de información, lo que ha permitido a los inversores internacionales disponer de mayor capacidad para evaluar la situación de cada una de las economías, de acuerdo con sus condicionamientos específicos.

La coincidencia temporal de la fase reciente de desaceleración cíclica en un elevado número de economías industrializadas ha estado, en parte, relacionada con el fortalecimiento, en los últimos años, de los canales de propagación internacional de las fluctuaciones económicas, que ha propiciado una mayor sincronía de los ciclos económicos. De este modo, aunque no se ha detectado en el pasado reciente un incremento significativo del grado de apertura comercial de los principales países, resulta evidente una mayor diversificación geográfica de los intereses de las empresas y de las carteras de las familias y de los intermediarios financieros. Estas condiciones favorecen una mayor correlación en la evolución del consumo y de la inversión de las distintas economías.

No obstante, la ralentización generalizada de las principales economías durante el último año está en gran medida ligada a los efectos contractivos de perturbaciones que han afectado simultáneamente,

aunque con diversa intensidad, a todas las áreas geográficas. Así, tal y como ocurrió al principio de la pasada década de los ochenta, el dinamismo de la actividad se ha visto mermado por el fuerte crecimiento de los precios petrolíferos, que llegaron a triplicarse entre principios de 1999 y finales de 2000, y su consiguiente efecto adverso sobre los costes de producción y la renta disponible de los agentes residentes en los países importadores. Asimismo, la crisis del sector productor de bienes y servicios relacionados con las telecomunicaciones y la informática se ha dejado sentir en todo el mundo, si bien su efecto ha sido, lógicamente, superior en Estados Unidos y algunos países del norte de Europa y del sudeste asiático, cuyas economías están comparativamente más expuestas a la evolución del mercado de productos tecnológicos. Finalmente, los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 en Estados Unidos y el conflicto bélico posterior tuvieron un impacto agudo sobre algunos sectores —como el transporte y los seguros—, que representan una parte significativa del valor añadido de las economías avanzadas, produciendo un deterioro generalizado, aunque transitorio, en la confianza de los inversores y consumidores.

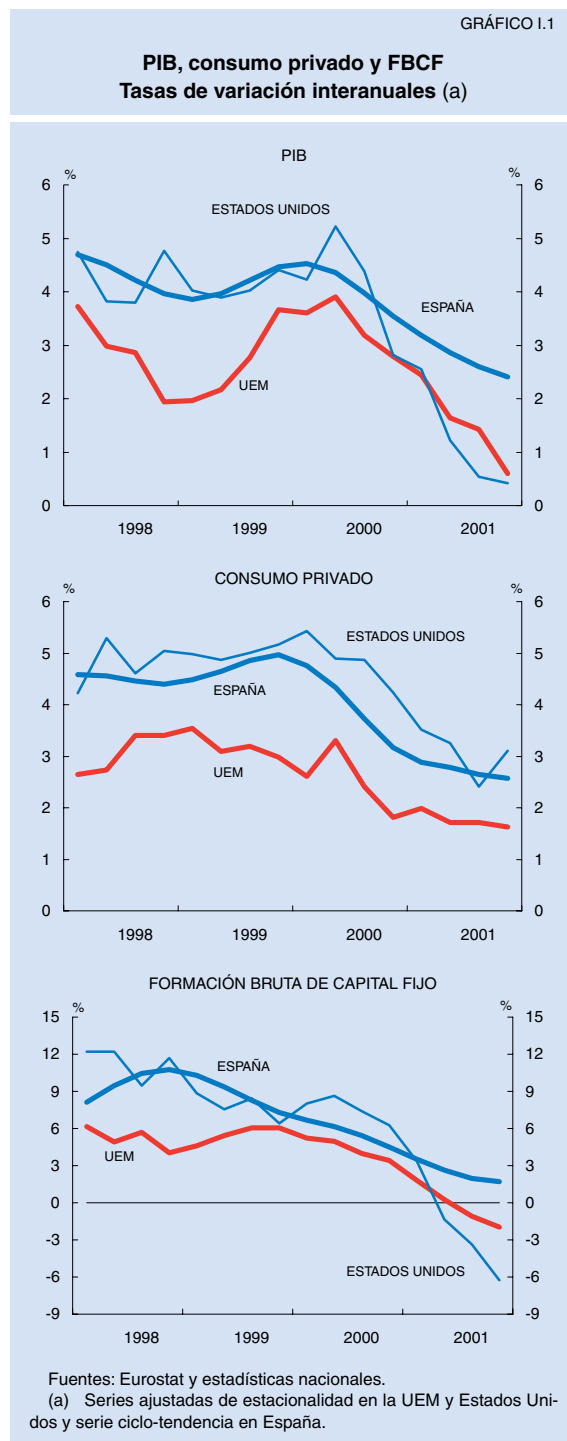
Esta sucesión de perturbaciones comunes, en un contexto de globalización de la actividad financiera, ha propiciado no solo la sincronización internacional de la fase de desaceleración de la actividad económica sino, también, una cierta similitud en la forma en que esta se ha desencadenado en los distintos países. En particular, resulta llamativo que, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, la pronunciada disminución de la tasa de crecimiento del PIB entre 2000 y 2001 fuera, sobre todo, la consecuencia de la pérdida de dinamismo de la inversión, mientras que el ritmo de crecimiento del consumo mostró descensos moderados. Por su parte, la fuerte desaceleración de las exportaciones se vio compensada por la pérdida de vigor de las importaciones, de modo que, en ambas áreas, el sector exterior no contribuyó significativamente al descenso del ritmo de crecimiento de la actividad económica (véase gráfico I.1).

En coherencia con el menor dinamismo económico y la disminución de los precios de las materias primas energéticas a partir de mediados del pasado año, la inflación tendió a descender a lo largo de 2001 en Estados Unidos y la zona del euro, si bien, en esta última, registró oscilaciones importantes como consecuencia de las sucesivas crisis ganaderas

que sufrió la economía europea. En todo caso, el moderado aumento de los costes laborales, facilitado por el mantenimiento de elevadas tasas de crecimiento de la productividad en Estados Unidos y la relativa contención de las demandas salariales en Europa, contribuyó a la consolidación de expectativas favorables sobre la evolución de la tasa de inflación a medio plazo en ambas economías. En particular, en la zona del euro, a pesar del repunte de los precios de consumo, producido en los primeros meses del presente año —ligado, fundamentalmente, a factores climáticos y al aumento de impuestos indirectos—, resulta previsible que la tasa de inflación —medida por el IAPC— se sitúe, en el futuro próximo, por debajo de la referencia, del 2%, contenida en la definición de estabilidad de precios adoptada por el BCE, si no se agrava el encarecimiento de los precios del petróleo.

En este marco de ralentización de la actividad económica y perspectivas favorables sobre la evolución de los precios, las políticas monetarias adoptaron a lo largo de 2001 un tono sensiblemente más laxo que en el año precedente en las principales economías industrializadas. Así, la Reserva Federal estadounidense rebajó en más de cuatro puntos porcentuales su tipo objetivo. El BCE, por su parte, redujo el tipo de sus operaciones principales de financiación en 1,5 puntos porcentuales, lo que motivó que los tipos reales se mantuvieran en niveles próximos a los mínimos de las últimas décadas en el conjunto de las economías que forman la UEM. Tras estos ajustes, las condiciones monetarias en ambas economías resultan propicias para alentar el crecimiento de la actividad económica. En el área del euro esto se ve, además, corroborado por el elevado ritmo de crecimiento de los agregados monetarios y, en menor medida, crediticios.

Las políticas fiscales adoptaron, también, un tono expansivo en la mayor parte de los países. Este cambio resultó particularmente notorio en Estados Unidos, como consecuencia de los paquetes de reducción de impuestos acordados por la nueva administración norteamericana, los programas de ayuda a los sectores más perjudicados por la crisis provocada por los atentados del 11 de septiembre y el aumento subsiguiente del gasto militar. En la zona del euro, por su parte, los saldos de las Administraciones Públicas se vieron negativamente afectados por la actuación de los estabilizadores automáticos y, en algunos casos, por la adopción de medidas discrecionales expansivas que supusieron la detención del proceso de disminu-



ción continuada del déficit estructural del conjunto del área que se inició a principios de la pasada década de los noventa. En determinados países, el deterioro de la situación presupuestaria ha llegado a poner en riesgo el cumplimiento de los límites para el déficit público establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Desde finales del pasado año y principios del presente han empezado a afianzarse los síntomas propios

de una posible recuperación de la actividad económica global en el primer trimestre de 2002, que podría acentuarse en los trimestres siguientes. Aunque estas señales positivas resultan perceptibles tanto en la economía norteamericana como en la UEM, las condiciones con la que afrontan una y otra área el posible surgimiento de un nuevo ciclo expansivo son, sin embargo, distintas, pudiendo ello afectar a la intensidad y a la duración en cada zona de la fase incipiente de mayor dinamismo de la actividad.

En este sentido, la fuerte desaceleración de la economía norteamericana en el año 2001 cuestiona las estimaciones más optimistas de los efectos de la nueva economía sobre la magnitud de las fluctuaciones económicas, si bien las nuevas tecnologías parecen haber contribuido a mejorar la gestión de inventarios, y, por esta vía, a moderar el tradicional impacto amplificador de la inversión en existencias sobre los ciclos de negocios. En todo caso, el mantenimiento de unas tasas de crecimiento de la productividad muy superiores a las correspondientes a episodios anteriores de desaceleración cíclica resulta coherente con la continuidad del patrón de crecimiento —ligado al proceso de innovación y difusión tecnológica—, que ha permitido a la economía norteamericana registrar, en los últimos años de la pasada década, incrementos paralelos notables del producto, el empleo y la productividad en un contexto de inflación moderada (véase recuadro I.1).

Por otra parte, durante el año 2001 se han corregido parcialmente algunos de los desequilibrios acumulados por la economía estadounidense en los años de expansión continuada. Así, a la progresiva disminución del exceso de capital acumulado, se ha unido el descenso de las cotizaciones de las acciones de las empresas tecnológicas —el índice NASDAQ se situaba en febrero del presente año más de un 60% por debajo del nivel alcanzado a finales de 1999—.

De este modo, tanto el mantenimiento del dinamismo de la productividad en Estados Unidos como el previsible agotamiento de la fase desinversora —una vez se ajuste el stock de capital instalado— podrían favorecer la recuperación, en el futuro próximo, de tasas de crecimiento elevadas. Esta reanudación del ciclo expansivo estaría sustentada en el comienzo de un nuevo período de expansión de la formación bruta de capital, al no resultar probable que se acelere adicionalmente el consumo —que creció a una tasa interanual del 3,1% en el último trimestre de 2001— de

modo significativo y no ser previsible un aumento pronunciado de los mercados de exportación norteamericanos en los próximos meses.

No obstante, este escenario de recuperación progresiva de la actividad en Estados Unidos está sujeto a una considerable incertidumbre. En particular, el continuado crecimiento del endeudamiento del sector privado en aquel país, a pesar de la desaceleración de la actividad, podría contribuir a moderar las decisiones de gasto de los agentes y, en todo caso, sugiere un aumento de la vulnerabilidad de la situación patrimonial de empresas y familias ante eventuales acontecimientos desfavorables que afecten al valor de su cartera de activos o a sus expectativas de ingresos (véase recuadro I.2).

En especial, el mantenimiento de las tasas de ahorro de los hogares en niveles históricamente bajos y el crecimiento de la deuda familiar hasta niveles cercanos al 100% de la renta bruta disponible, aunque han contribuido a limitar el alcance de la desaceleración, introducen un elemento de incertidumbre sobre las perspectivas de recuperación de la economía norteamericana, sobre todo si se tiene en cuenta el probable aumento de la carga financiera de la deuda familiar en el futuro próximo. De hecho, los tipos de interés nominales —situados ya en niveles muy reducidos— podrían haber finalizado su ciclo bajista, al tiempo que no se vislumbran tensiones inflacionistas significativas, por lo que la trayectoria de descenso de los tipos de interés reales podría haberse agotado ya. Asimismo, debe tenerse presente que, a pesar de la corrección del valor de las acciones, los índices bursátiles permanecen en niveles elevados en relación con los beneficios empresariales y que no cabe excluir, tampoco, una posible corrección en los precios de los activos inmobiliarios, que, recientemente, han experimentado una intensa subida. En estas condiciones, cualquier perturbación que afecte significativamente a las expectativas de renta de los hogares, o al valor de la riqueza, podría provocar alteraciones bruscas de las decisiones de consumo e inversión que propicien una interrupción prematura de la fase de recuperación de la actividad.

Como en el caso de la economía estadounidense, las perspectivas de recuperación en la zona del euro dependen, fundamentalmente, de la capacidad que muestre para expandir la formación bruta de capital, tras el estancamiento experimentado en 2001. En principio, la laxitud de las condiciones



# Crecimiento económico y productividad en Estados Unidos, la UEM y España

En los años noventa, la expansión económica de Estados Unidos destacó por su intensidad y, sobre todo, por su prolongada duración. El área del euro se incorporó a esa fase alcista en la segunda mitad de la década, pero con tasas de crecimiento menores, lo que ha suscitado un debate sobre las razones que explican ese menor empuje de la economía europea.

Durante el primer quinquenio de los noventa, la expansión del PIB en EEUU vino acompañada de aumentos del empleo y de la productividad, en línea con su patrón habitual. En Europa, por el contrario, el crecimiento, comparativamente menor, fue compatible con un notable aumento de la productividad del trabajo, en gran medida facilitado por la intensa destrucción de empleo del período, que provocó un incremento notorio de la *ratio* de capital por empleado (1).

Durante la segunda mitad de la década, la economía estadounidense mantuvo su elevado dinamismo, junto con avances de la productividad y del empleo superiores a los del período anterior. En la UEM, la actividad económica experimentó una cierta aceleración, aunque con un crecimiento modesto de la productividad, debido, en parte, al pronunciado aumento de la ocupación. Esta expansión del empleo refleja, sobre todo, los efectos de las políticas de promoción de la participación laboral y de flexibilización del mercado de trabajo acometidas, con diferente ambición, por los países miembros en los últimos años. No obstante, este factor resulta insuficiente para explicar el menor empuje de la productividad en Europa que en EEUU.

Bajo algunos supuestos, la productividad aparente del trabajo (PA) puede descomponerse en la contribución de la *ratio* capital/trabajo (K/L) y la de la productividad total de los factores (PTF) (2). El primer componente recoge la utilización relativa de los factores y, por tanto, incorpora directamente los efectos de las reformas del mercado de trabajo. Por su parte, los cambios en la PTF constituyen una estimación de las ganancias genuinas de productividad asociadas al cambio técnico y a otros elementos que inciden sobre la eficiencia de los procesos productivos (3). En el caso de EEUU, aunque la relación capital-trabajo se ha incrementado algo en la segunda parte de la década, ha sido el aumento de la PTF, debido previsiblemente a la introducción y difusión de avances tecnológicos en el campo de la informática y las telecomunicaciones, el que ha propiciado la expansión sostenida de la productividad y el empleo y, por lo tanto, del producto potencial. En Europa, la modesta contribución de la relación capital-trabajo al crecimiento de la productividad en comparación con EEUU resulta la consecuencia lógica del incremento observado en la generación de empleo, mientras que la ausencia de mejoras de la PTF sugiere que subsisten dificultades estructurales para una utilización eficiente de los factores productivos.

Por su parte, la economía española ha mostrado en los últimos años un crecimiento de la actividad superior al de la UEM. Además, la tasa de empleo ha aumentado de forma sustancial como consecuencia de la profundidad de las medidas de reforma del mercado de trabajo acometidas en nuestro país. Sin embargo, la contribución de la PTF al crecimiento de la productividad se ha mantenido estable a lo largo de la década en niveles significativamente inferiores a los de la UEM, lo que indica la presencia de deficiencias estructurales.

De este modo, si Europa aspira a elevar su capacidad de crecimiento, resulta imprescindible remover los obstáculos a la innovación y difusión de las nuevas tecnologías. En este sentido, junto con las medidas específicas de promoción de la investigación y la innovación y de mejora de la formación, es necesario crear las condiciones para un funcionamiento más flexible y competitivo de los mercados de productos y de factores. En España, esta tarea es especialmente relevante si se desea mantener un ritmo de crecimiento elevado y continuar avanzando en la convergencia real.

(1) La comparación de la productividad entre las distintas zonas está influida por el modo en que se contabilice el empleo: en términos de número de trabajadores o de horas trabajadas. Ninguna de estas opciones está libre de limitaciones, por lo que en este recuadro se ha utilizado la primera, que presenta menores problemas estadísticos.

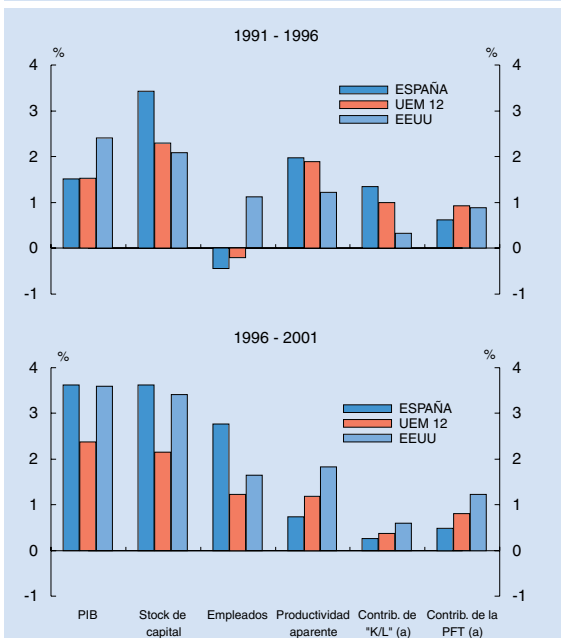
(2) De acuerdo con la expresión:

$$\Delta PA = (1 - s) \cdot \Delta(K/L) + \Delta PTF$$

donde *s* es la participación del factor trabajo en la renta nacional y  $\Delta$  denota crecimiento porcentual.

(3) En cualquier caso, esta variable debe interpretarse con cautela, ya que, al estimarse de forma residual, recoge el efecto conjunto de múltiples factores, como las ganancias efectivas de eficiencia asociadas a la difusión y asimilación del progreso técnico, las características del marco institucional y regulatorio, y la calidad de las infraestructuras públicas y privadas y del capital humano, así como los posibles errores de medida.

## Crecimiento medio anual del PIB y sus principales determinantes



Fuente: Comisión Europea.

(a) Contribución de la relación capital/trabajo y de la productividad total de los factores al crecimiento de la productividad aparente.

monetarias y financieras, el agotamiento del proceso de ajuste de los inventarios, las mejoras de las perspectivas del sector inmobiliario en Alemania —tras las crisis atravesada en los últimos años— y la previsible expansión de las exportaciones, si se confirma la reactivación de la economía norteamericana, deben favorecer el aumento del dinamismo de la inversión en el área en los próximos meses, tal y como parecen sugerir los indicadores disponibles referentes a los primeros meses del presente año.

Por otra parte, la economía europea afronta esta fase de incipiente recuperación con unos fundamentos macrofinancieros algo más sólidos que los de la economía norteamericana. Así, a pesar de su descenso en los últimos años, las familias europeas presentan una tasa de ahorro superior y un endeudamiento, en términos de su renta disponible, inferior a las estadounidenses, la balanza por cuenta corriente está prácticamente equilibrada —frente al elevado déficit norteamericano— y la exposición del sector privado a una posible corrección de los precios de las acciones es más moderada, como consecuencia del menor peso de la financiación bursátil en la estructura de pasivos de las empresas y de los instrumentos de renta variable en las carteras de las familias, si bien este último se ha incrementado en el pasado reciente. Ahora bien, el pronunciado crecimiento de la deuda empresarial en los últimos años (véase recuadro I.2), en parte explicado por la adquisición de licencias de telefonía de tercera generación (UMTS) y la financiación de fusiones y adquisiciones, pudiera ejercer algún efecto negativo sobre la disposición de las empresas a acometer nuevos proyectos de inversión.

En todo caso, la limitada duración y alcance de la fase expansiva previa y la relativa intensidad de la desaceleración posterior podrían estar señalando, no solo la naturaleza de las perturbaciones que han afectado a la economía europea sino, también, algunas de sus carencias estructurales. Así, en 2001 la productividad del trabajo se ha mantenido estancada, tras registrar un crecimiento muy modesto en el año anterior. En parte, esta evolución es consecuencia del descenso de la actividad y, posiblemente, de una mayor capacidad de generación de empleo, tras las reformas acometidas en algunos países en los últimos años. Sin embargo, el escaso crecimiento de la productividad del trabajo en Europa, tanto en términos históricos como en comparación

con Estados Unidos, además de recoger factores cíclicos y cambios en la intensidad de utilización de este factor en los procesos productivos, refleja la dificultad de la economía europea para ampliar y modernizar el aparato productivo a un ritmo satisfactorio (véase recuadro I.1).

La reducida productividad de la economía europea tiene efectos directos sobre el bienestar de los ciudadanos, al dificultar el crecimiento de su renta per cápita, agravando los efectos sobre esta variable del modesto nivel y crecimiento de la población activa. Además, daña la competitividad de la economía y, por lo tanto, dificulta la creación sostenida de empleo. En este sentido, resulta preocupante que la economía europea no haya registrado en los últimos años ganancias significativas en sus cuotas de exportación, a pesar de la pronunciada depreciación nominal y real del euro desde 1999. De este modo, parece lógico que una de las primeras prioridades de las autoridades europeas sea la adopción de nuevas reformas orientadas a la creación de un marco propicio para la consecución del dinamismo inversor que propicie el incremento de la productividad de la economía. Esto exige la modificación de aquellos aspectos del funcionamiento de los mercados que reducen la rentabilidad esperada de las inversiones y dificultan la financiación de los proyectos innovadores. En este sentido, las iniciativas acordadas en el Consejo Europeo de Barcelona del pasado mes de marzo resultan especialmente oportunas y prometedoras.

En particular, con el objetivo de fomentar la actividad empresarial, se ha dispuesto adoptar, para finales de 2002, un nuevo marco jurídico que permita modernizar las normas de competencia comunitaria. Asimismo, el Consejo ha reafirmado su compromiso para completar la plena integración de los mercados de valores y capital-riesgo en 2003 y de los mercados de servicios financieros en 2005. Se emprenderán también las acciones necesarias para liberalizar el suministro de electricidad y de gas a las empresas en 2004, y en el 2005 los Estados miembros han de tener un nivel mínimo de interconexiones eléctricas del 10% de su capacidad instalada. En el ámbito del impulso de la innovación tecnológica y la educación, la cumbre de Barcelona ha asumido compromisos concretos, entre los que destacan el aumento del gasto global en I+D, hasta alcanzar el 3% del PIB de la UE en el año 2010, de forma que dos tercios de esta nueva inversión provengan del sector privado.



# Rasgos e implicaciones del endeudamiento del sector privado: una comparación internacional

Durante la segunda mitad de los noventa, la deuda del sector privado no financiero en los Estados Unidos, la UEM y España creció, de forma sostenida, por encima del PIB (gráfico A). Este mayor endeudamiento, que responde, en parte, a factores de carácter estructural, podría tener importantes implicaciones macroeconómicas y también para la estabilidad financiera.

Aunque la desaceleración económica ha afectado de modo simultáneo a las tres áreas, el endeudamiento del sector privado no ha evolucionado de forma idéntica. En Estados Unidos, el crecimiento de la deuda del sector privado parece superior a lo que indicaría su posición cíclica, de acuerdo con la evidencia de fases previas de ralentización económica. Por su parte, en la UEM, el endeudamiento ha experimentado, con algún desfase, una cierta estabilización coherente con su pauta histórica. Mientras que, en España, la desaceleración del endeudamiento ha sido muy leve después de los elevados ritmos de crecimiento alcanzados en la fase expansiva.

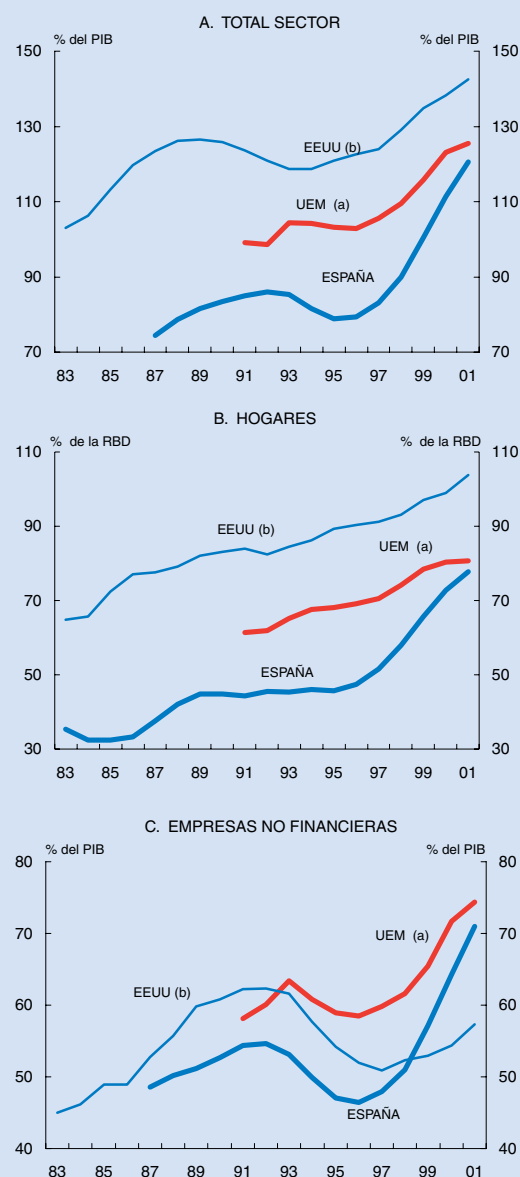
La deuda de las familias de estas tres áreas económicas se ha venido expandiendo desde principios de los ochenta (gráfico B). En Estados Unidos, el endeudamiento de este sector es significativamente superior, y su crecimiento, en los últimos años, ha sido más intenso que en la UEM, apoyado, principalmente, por la revalorización de la riqueza real y financiera, y las expectativas de elevado crecimiento de la renta. En la UEM, sin embargo, el papel de la riqueza resulta menos relevante, y el crecimiento de la deuda de las familias ha sido menor, presentando, en 2001, una clara desaceleración. Por último, en España, los hogares han presentado, tradicionalmente, una menor propensión a endeudarse. Sin embargo, en los últimos años, sus *ratios* de deuda han convergido rápidamente, a los saldos medios de la UEM, dentro de un entorno de mayor estabilidad macroeconómica derivada de la participación en la Unión Monetaria, que redujo considerablemente el coste de la financiación, y un proceso de intensa creación de empleo y revalorización de los activos del mercado inmobiliario.

En el caso de las empresas no financieras, el endeudamiento —préstamos y valores de renta fija— muestra un perfil cíclico más acusado, bastante similar en las tres áreas (gráfico C). En Estados Unidos, la estructura financiera de las empresas es diferente y su nivel de deuda es más reducido. Sin embargo, aunque en términos históricos el nivel de deuda no es elevado, el crecimiento reciente ha sido considerable, y viene explicado, en parte, por el fenómeno de la recompra de acciones por parte de la propia compañía financiada con deuda (*buy-backs*), como fórmula para remunerar a los accionistas. En la UEM, donde la *ratio* de endeudamiento de las empresas es superior, el crecimiento reciente de la deuda viene determinado, en gran parte, por las fusiones y adquisiciones acometidas y por la financiación de licencias UMTS. En el caso de España, el endeudamiento de las empresas también ha mostrado una convergencia a los niveles medios de la UEM, como consecuencia, sobre todo, de su expansión internacional.

Por tanto, aunque el endeudamiento del sector privado no puede considerarse excesivo en ninguna de las tres zonas analizadas, en la medida en que respondan a cambios de carácter estructural, los niveles de deuda alcanzados incrementan la vulnerabilidad patrimonial del sector ante un encarecimiento inesperado de los costes de refinanciación, o ante desarrollos desfavorables que afecten a las expectativas de ingresos o al valor de las inversiones. En este sentido, las economías europeas parecen presentar una situación financiera algo más sólida que la de Estados Unidos, al mostrar una menor exposición a la evolución de las cotizaciones de los activos financieros. La viabilidad de las alianzas estratégicas y de los proyectos tecnológicos que han motivado el aumento de la deuda empresarial es quizá el factor de vulnerabilidad más relevante en el caso europeo. Para España, donde las *ratios* de deuda son todavía relativamente inferiores, la creciente exposición de las familias españolas a la evolución del precio de la vivienda constituye un elemento de riesgo.

En todo caso, no se puede descartar que los actuales niveles de endeudamiento puedan ejercer algún efecto de contención de las decisiones de consumo e inversión de los agentes, lo que inevitablemente contribuiría a moderar el alcance de la fase de recuperación de la actividad que parecen haber iniciado tanto la economía estadounidense como la europea.

## Endeudamiento del sector privado no financiero



Fuentes: BCE y otros bancos centrales nacionales, Eurostat, Reserva Federal y Banco de España.

(a) Información de Cuentas Financieras anuales para 8 países, extendida con información del BCE.

(b) Incluye el sector denominado en las cuentas financieras norteamericanas: *nonfarm nonfinancial corporate business*.

### 1.3. LA FASE DE DESACELERACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La economía española, que partía de una posición cíclica ya muy avanzada, fue reduciendo paulatinamente su ritmo de crecimiento interanual durante el pasado año, al compás del deterioro de la economía mundial. El hundimiento de los mercados internacionales se transmitió a las exportaciones y el ensombrecimiento de las expectativas condicionó los planes de gasto de las empresas y, en menor medida, de los consumidores.

El balance de la economía española en 2001, tras una etapa de expansión que ha durado más de cuatro años, siguió siendo relativamente favorable, en un contexto en el que las condiciones monetarias imperantes en el área del euro continuaron siendo relativamente holgadas para los requerimientos domésticos. El incremento del PIB real fue del 2,8% y la tasa de aumento del empleo del 2,4% —en términos de puestos de trabajo equivalentes de la CN—, lo que permitió un nuevo descenso de la tasa de paro. Estos resultados son mejores que los alcanzados en el conjunto de la Unión Europea (UE), por lo que, como ya se ha dicho, la economía española ha seguido avanzando en el proceso de convergencia real con los países del área. El crecimiento estuvo sustentado, básicamente, en el gasto de las familias —consumo y compra de viviendas— y en la inversión pública en infraestructuras, que mantuvieron un tono sostenido en el transcurso del año, mientras que la persistente debilidad de la inversión en bienes de equipo y la creciente pérdida de dinamismo de las exportaciones —que a lo largo del año fue muy superior al de las importaciones— marcaron el ritmo de desaceleración de la economía. La caída de la inversión y de las exportaciones arrastraron a la actividad industrial, mientras que la construcción y aquellas ramas de servicios más relacionadas con el consumo experimentaron tasas de crecimiento elevadas.

Los datos disponibles para los primeros meses de 2002 suponen, en cierta medida, una prolongación de estas tendencias. El ritmo de desaceleración, como ya se dijo, tiende a aminorarse, y aunque aún no hay síntomas de recuperación de la inversión en equipo y de las exportaciones —las dos variables claves que marcarán el tono de la economía a lo largo del año—, su notable pérdida de dinamismo parece que está finalizando. Esta evolución de la actividad, más contenida, se ha trasladado

también a los datos de empleo, y tanto la EPA como las cifras homogéneas de la Contabilidad Nacional Trimestral han mostrado que el ritmo de creación de puestos de trabajo, aunque positivo, se ha moderado considerablemente, habiéndose producido un rebrote del paro.

La fase de desaceleración de la economía española se ha caracterizado, por tanto, por el mantenimiento de unos ritmos de crecimiento, de creación de empleo y de convergencia real positivos. Se ha seguido profundizando en el proceso de consolidación fiscal, hasta alcanzar el equilibrio presupuestario. Y aunque los niveles de endeudamiento del sector privado no financiero han aumentado rápidamente —en una situación de tipos de interés muy reducidos—, su capacidad de ahorro tiende a recuperarse, lo que, unido al mayor ahorro de las Administraciones Públicas, ha detenido el aumento que había experimentado la necesidad de financiación de la nación. En cuanto a la tasa de inflación, llegó a superar el 4% a mediados de 2001, reduciéndose después, siguiendo, en parte, los movimientos del precio del petróleo en los mercados mundiales y los de algunos productos alimenticios. Como se analizará más adelante, en los primeros meses de 2002 se ha producido un nuevo rebrote en el ritmo de crecimiento de los precios de consumo, que ha situado el diferencial de inflación con los países de la UEM por encima del punto porcentual.

La asunción de los estándares de estabilidad que supone la participación en la UEM —en términos de menores tasas de inflación, bajos tipos de interés y disciplina en el ámbito fiscal—, unida a las mejoras llevadas a cabo en el funcionamiento de los mercados y en la flexibilidad de la economía, han propiciado un cambio en el patrón de comportamiento de la economía española a lo largo del ciclo. Parece que se ha roto, por tanto, con la necesidad de corregir los desequilibrios macroeconómicos y patrimoniales que se solían generar durante los años de expansión mediante ajustes que implicaban retrocesos en la convergencia real (véase recuadro 1.3).

El crecimiento del empleo ha sido un elemento fundamental para el sostenimiento de la renta de las familias y para que estas pudieran seguir aumentando —en unas condiciones financieras favorables— sus gastos de consumo y de inversión en viviendas, los dos pilares básicos en los que se ha asentado el crecimiento de la economía en el pasado año y —de forma más matizada— en los primeros meses

## El empleo en el último ciclo: comparación con el ciclo anterior

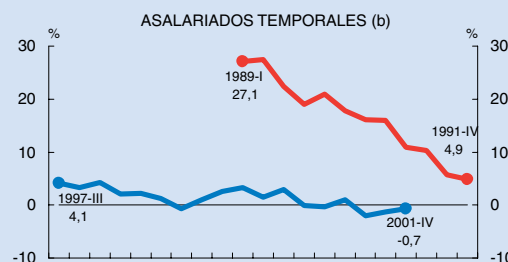
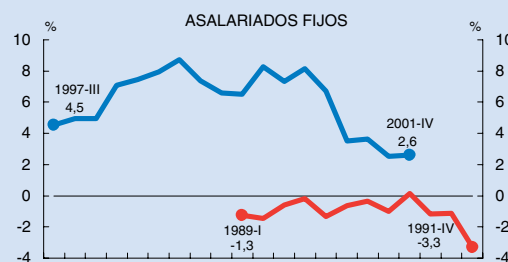
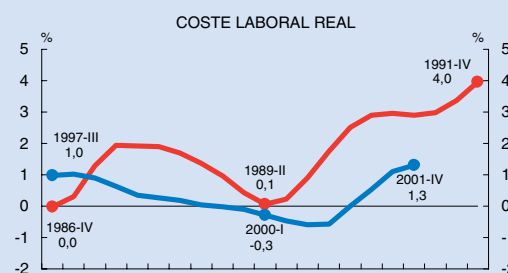
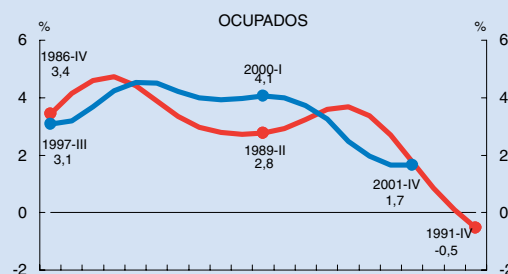
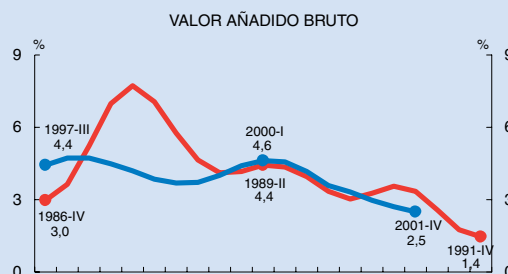
Existen diferencias significativas entre el comportamiento del empleo en el ciclo actual y el que comenzó a mediados de la década de los ochenta y acabó, ya avanzado el año 1993, con una drástica reducción del producto y de la ocupación. Tiene interés, por tanto, identificar los aspectos relevantes del entorno macroeconómico y del funcionamiento del mercado de trabajo que estén contribuyendo a la evolución más favorable del empleo en la etapa reciente. En el gráfico adjunto se comparan el empleo y la actividad en la economía de mercado durante las dos etapas de referencia. En los dos primeros paneles se observa que la etapa de expansión de los noventa, caracterizada por tasas de crecimiento del producto más moderadas y estables, ha sido relativamente más intensa que la anterior en creación de puestos de trabajo. Tras alcanzar los respectivos máximos cíclicos, el empleo se desaceleró en ambos casos, pero en el ciclo actual su ritmo de aumento ha tendido a estabilizarse, frente a la persistente pérdida de dinamismo de la fase descendente anterior.

Detrás de esta evolución hay algunos elementos diferenciadores, entre los que destaca el comportamiento de los costes laborales reales. En el ciclo anterior, los costes laborales experimentaron tasas de crecimiento real elevadas —especialmente acusadas a partir de 1989, en un contexto de repunte de la tasa de inflación—, que impidieron una mayor creación de empleo y obligaron a un ajuste más intenso cuando la actividad comenzó a caer. En el ciclo más reciente, los costes han registrado tasas de variación interanual moderadas y decrecientes, hasta finales del año 2000, en un entorno de expectativas de inflación reducidas. Aunque en el año 2001 se produjo una flexión al alza en la evolución de los costes laborales reales, el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva, firmado por los agentes sociales para promover la moderación salarial en 2002, tiende a compensar sus posibles consecuencias negativas sobre el empleo.

Algunos aspectos relacionados con el mercado de trabajo explican otros cambios relevantes en el empleo. Así, en 1984, se introdujeron medidas de estímulo a la contratación temporal, que dieron lugar a un intenso proceso de ajuste, hacia una tasa de temporalidad mucho más elevada. En el gráfico se observa que el empleo fijo ya venía disminuyendo al inicio de la fase de desaceleración, mientras que los asalariados temporales siguieron aumentando a tasas muy elevadas, pero que no llegaron a hacerse negativas hasta que se intensificó el retroceso de la actividad. Por el contrario, entre 1997 y 2001 se introdujeron diversas medidas de fomento del empleo fijo que han dado lugar a una evolución opuesta de ambas categorías de ocupados. El empleo temporal empezó a reducirse al final de 2001, mientras que el empleo indefinido ha seguido aumentando.

Esta evolución agregada es el resultado de pautas muy diferentes en la industria y los servicios de mercado. El caso de la industria es similar al de la economía de mercado: el crecimiento del empleo en el último ciclo ha sido más intenso que en el ciclo anterior. El papel de los costes laborales reales en la evolución favorable del empleo industrial ha sido esencial, al haber mostrado un perfil de moderación en los últimos años. En los servicios de mercado, por el contrario, el ritmo de creación de puestos de trabajo está siendo relativamente menos favorable en este ciclo. Aunque el perfil descendente del empleo comenzó cuando las tasas de crecimiento del coste laboral real eran aún negativas, lo que podría ser indicativo de una sustitución de empleo por capital en las actividades tecnológicas, en el año 2001 se ha apreciado una notable aceleración del coste laboral real, que ha contribuido a intensificar su desaceleración.

## Economía de mercado (a)



Fuentes: CNTR y EPA.

(a) Tasas de variación interanual.

(b) Datos sobre trabajadores temporales no disponibles hasta el primer trimestre de 1988.

de 2002. A pesar de ello, se estima que el crecimiento de la renta disponible real, en el promedio de 2001, ha sido inferior al del año precedente. Adicionalmente, las pérdidas de valor de la riqueza financiera y el deterioro en las expectativas de los consumidores ejercieron un efecto contractivo sobre las decisiones de consumo de las familias, limitando su ritmo de crecimiento anual —2,7%, frente al 4% del ejercicio precedente, según la estimación del INE— e iniciando la recuperación de la tasa de ahorro, desde los bajos niveles alcanzados en el año 2000.

La fortaleza de la inversión en viviendas, que solo ha comenzado a dar muestras de retraimiento en los meses más recientes, se ha apoyado en las ventajosas condiciones de financiación existentes, pero está también asociada al aumento en el número de hogares y al auge de la compra de segundas residencias —en parte por residentes en el extranjero—. Además, ha crecido la demanda de inmuebles alentada por la alta rentabilidad relativa de esta forma de inversión, en un contexto de bajos tipos de interés, aumentos continuos del precio de las viviendas y, más recientemente, pérdidas de capital en inversiones financieras alternativas.

La fuerte expansión del gasto de las familias —en consumo y en viviendas— se ha visto notoriamente favorecida por la accesibilidad a recursos financieros cuantiosos en condiciones ventajosas. Los fuertes descensos que han registrado los tipos de interés como consecuencia de la integración de la economía española en la UEM, las ganancias de riqueza acumuladas en los últimos años y la competencia de las entidades bancarias han facilitado la expansión del crédito. No obstante, aunque las *ratios* de endeudamiento de las familias se han elevado significativamente, se encuentran en línea con la media de las economías europeas y por debajo de las de Estados Unidos. En todo caso, este proceso ha aumentado, significativamente, la exposición de este sector a la evolución de los precios de los activos financieros y reales.

Los otros componentes de la demanda que han colaborado —de forma más modesta— al sostenimiento de la tasa de crecimiento real de la economía han sido el consumo y la inversión públicos. La desaceleración de los ingresos de algunas figuras impositivas como consecuencia del cambio en la coyuntura y el aumento, por encima de lo programado, de algunos renglones del gasto han hecho que

los déficit del Estado y de las Administraciones Territoriales se sitúen, ambos, en el 0,4%, superándose ampliamente, en el último caso, la cifra prevista, por lo que el equilibrio con el que se han cerrado las cuentas públicas en 2001 ha sido posible por la importante contribución del superávit de la Seguridad Social, debido al dinamismo de la contratación y el empleo. La pujanza que fue adquiriendo la inversión pública a medida que avanzaba el año ha desempeñado un papel positivo, porque, sin poner en riesgo la continuidad del proceso de consolidación fiscal (véase recuadro I.4), ha contribuido al mantenimiento de la actividad y al sostenimiento de la formación bruta de capital, contrarrestando parcialmente la notable atonía que caracterizó el comportamiento de la inversión privada en bienes de equipo.

La inversión en equipo acentuó su proceso de desaceleración durante 2001, de forma que su tasa de variación real en el promedio del ejercicio fue del -2,2%, aproximándose su ritmo de descenso al 4% en el último trimestre del año. El clima de incertidumbre que dominó la escena mundial durante el pasado año, el descenso en la capacidad productiva utilizada y la menor fortaleza de la demanda final de la economía han contribuido al negativo comportamiento de esta variable.

El hecho de que la inversión empresarial haya dado muestras de un dinamismo bastante moderado a lo largo de la reciente etapa de expansión cíclica —en relación con el que había sido su comportamiento habitual en otros períodos de auge—, a pesar de la importante reducción que ha tenido lugar en las tasas de crecimiento del coste de uso del capital —como consecuencia, básicamente, de la reducción de los tipos de interés—, es un rasgo poco satisfactorio de la evolución de la economía española en los últimos años, que, con desigual intensidad, ha sido compartido por las restantes economías europeas. Este comportamiento, en un período de cambios tecnológicos profundos que están transformando parcelas muy importantes de la actividad económica, tiende a debilitar el crecimiento de la productividad, variable que está registrando en Europa tasas de aumento muy inferiores a las de Estados Unidos (véase recuadro I.1).

El retraimiento de la inversión empresarial ha podido deberse, en parte, a la desviación hacia el exterior de flujos de inversión importantes, en busca de una mayor diversificación y rentabilidad, en un contexto de importantes procesos de liberalización

# El logro de la estabilidad presupuestaria

El logro de unas finanzas públicas saneadas ha constituido un elemento central en la estrategia de política económica desarrollada en los últimos años, con el fin de asegurar la participación de España en la tercera fase de la UEM y, una vez alcanzado este objetivo, garantizar el cumplimiento de los requisitos establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). El ajuste fiscal se ha basado, principalmente, en el recorte del gasto corriente, aunque también se ha producido —en un contexto de expansión cíclica— un incremento y una reestructuración de los ingresos públicos. La carga de intereses, por su parte, disminuyó en más de dos puntos del PIB desde 1995, como consecuencia de la bajada de los tipos de interés operada desde finales de ese año y de la reducción de la deuda pública. Por último, la inversión pública se mantuvo en niveles relativamente elevados. Esta estrategia de consolidación fiscal ha ido permitiendo el cumplimiento de los compromisos adquiridos, de forma que, en el año 2001, las cuentas del conjunto de las Administraciones Públicas alcanzaron una posición de equilibrio y la deuda pública se situó por debajo del 60% del PIB. Asimismo, a lo largo del período se produjo un recorte del déficit público estructural, hasta alcanzar, el pasado año, un nivel coherente con el mantenimiento de la estabilidad presupuestaria a medio plazo.

Las ventajas que se derivan de un régimen de disciplina fiscal son numerosas. El mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas, junto con el diseño de una política monetaria dirigida a alcanzar los objetivos de inflación apropiados son requisitos necesarios para alcanzar la estabilidad macroeconómica y, de esta forma, establecer las condiciones que posibiliten un crecimiento económico sostenido. En este sentido, el proceso de consolidación fiscal realizado en España en los últimos años ha tenido un impacto directo sobre las expectativas de inflación y, al permitir una combinación de políticas más equilibrada, ha contribuido al descenso de los tipos de interés a largo plazo. El logro de la estabilidad presupuestaria permite, además, recuperar el papel de la política fiscal como mecanismo de estabilización macroeconómica. La experiencia reciente, tanto en España como en el resto de los países de la OCDE, muestra que los desequilibrios fiscales que se registraron en el pasado redujeron la posibilidad de la actuación estabilizadora de la política fiscal e incluso obligaron, en determinados momentos, a aplicar políticas de carácter procíclico. La consolidación fiscal, con una perspectiva de medio plazo, es, en fin, un requisito ineludible para planificar políticas eficaces de inversión pública, que aumenten el stock de capital de la economía y la productividad de los factores, así como para hacer frente a los compromisos de protección social.

En España, la entrada en vigor el pasado uno de enero de las leyes de estabilidad presupuestaria (LEP) proporciona un instrumento adicional para reforzar la disciplina fiscal. Las LEP introducen el principio de estabilidad presupuestaria, entendido este como la obligación de mantener por los distintos agentes que conforman el sector público español un saldo anual que esté en equilibrio o que presente una posición superavitaria. La aplicación de este principio es particularmente relevante en el caso de las CCAA, dado el importante nivel de responsabilidades de ingresos y gastos que han asumido y el retraso en acometer una corrección duradera de sus desequilibrios fiscales.

El mantenimiento de la estabilidad presupuestaria exigirá, no obstante, profundizar en la reforma del sector público español. En este sentido, la nueva Ley General Presupuestaria, anunciada para el primer semestre de 2002, debería avanzar en la modificación de los procedimientos presupuestarios, con el fin de mejorar el control, la transparencia y la eficiencia del gasto público. Adicionalmente, es preciso asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el medio plazo, cuando se agudice el fenómeno del envejecimiento de la población, que afectará fundamentalmente al gasto en pensiones y sanitario. Por último, es necesario seguir avanzando en el desarrollo de estrategias de gasto e ingresos públicos que mejoren los fundamentos del crecimiento económico de la economía española.

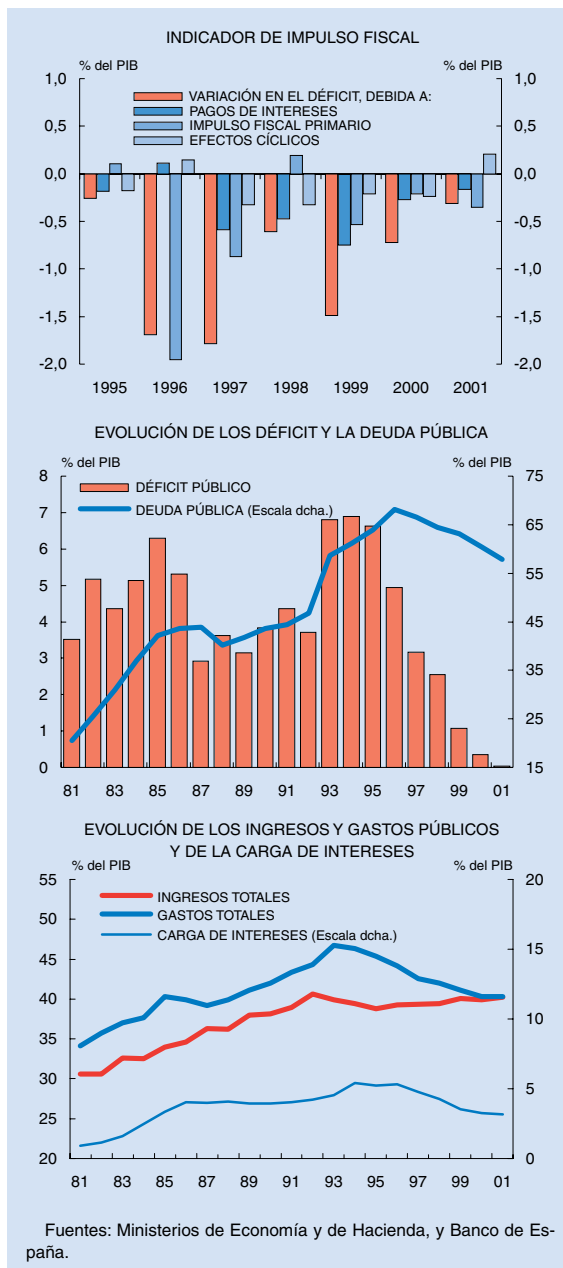
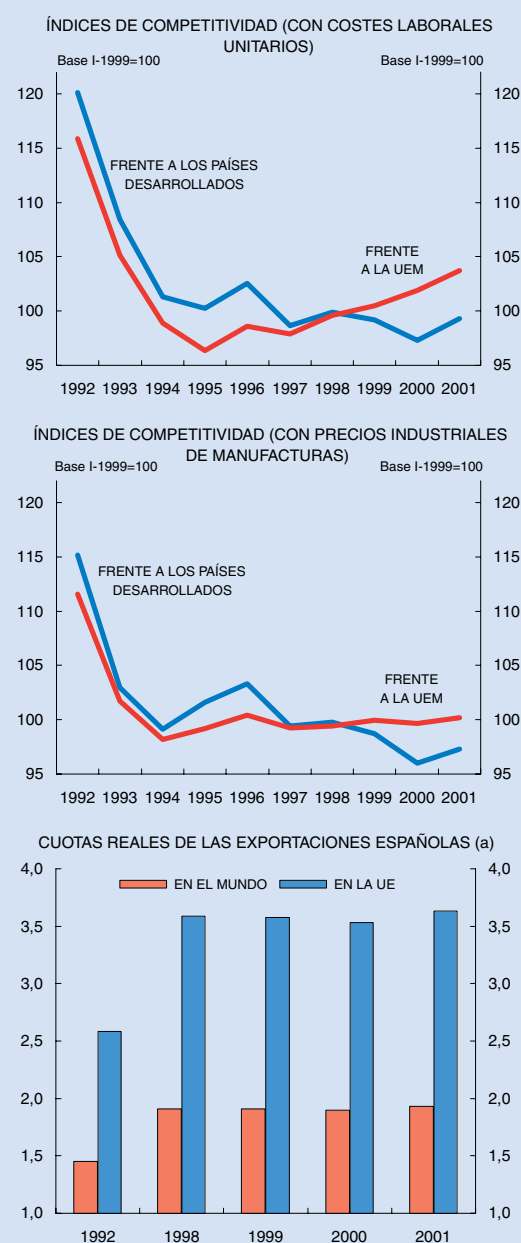


GRÁFICO I.2

## Índices de competitividad y cuotas de exportación



Fuentes: INE, BCE, OCDE, FMI y Banco de España.

(a) Cuotas de las exportaciones españolas en las importaciones mundiales y de la UE, en dólares constantes de 1995.

de numerosos mercados que han ofrecido nuevas oportunidades de negocio. El fuerte aumento experimentado por la inversión en el exterior desde mediados de la pasada década ha supuesto una canalización de fondos hacia esos mercados, que, en los últimos cinco años, equivale al 50% del valor de la inversión en equipo, aproximadamente.

En términos generales, las empresas españolas mantienen una posición relativamente saneada, que

cabe esperar que les permita, a medida que se vaya consolidando el cambio de expectativas que los últimos datos anticipan, un aumento sostenido de sus planes de inversión. Los altos niveles de endeudamiento alcanzados en los últimos años obedecen, en parte, a la financiación de los proyectos de inversión en el exterior en unas condiciones muy favorables, encontrándose la carga financiera de las empresas en unos niveles todavía históricamente bajos, aunque crecientes.

El fuerte descenso experimentado por el comercio mundial en 2001 ha incidido de forma acusada en la evolución de las exportaciones de mercancías, que desaceleraron apreciablemente su tasa de avance a medida que transcurría el año. La desaceleración fue especialmente intensa en la segunda mitad del ejercicio, cuando los mercados europeos se vieron afectados por el desplome del comercio mundial, que parece haber alcanzado su mínimo en los primeros meses de 2002. Los ingresos por turismo mantuvieron un tono más sostenido, a pesar de la inquietud generada por los acontecimientos de septiembre, sin que el descenso que se apreció en algunos flujos de visitantes haya tendido a generalizarse, y los precios del sector han seguido experimentando alzas considerables. Aunque el ritmo de crecimiento de las importaciones se redujo también de forma notable en el promedio del año, en línea con la evolución de la inversión en equipo y de las propias exportaciones, mantuvo, en general, un tono más sostenido, acorde con el comportamiento de otros renglones de la demanda. En esta situación, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del producto a lo largo de 2001 fue empeorando paulatinamente, hasta terminar siendo de -0,3 puntos porcentuales en el último trimestre.

Los datos parciales disponibles en este momento muestran que, en líneas generales, las exportaciones de mercancías han mantenido su presencia en las distintas áreas durante el pasado año, sin que se aprecien cambios relevantes en las cuotas de penetración en los mercados más significativos. Este hecho, en principio, positivo, debe valorarse con cierta perspectiva, pues, dada la baja participación que todavía caracteriza a la actividad exportadora de la economía española, serán necesarios progresos continuados para poder desarrollar todo su potencial de crecimiento. La participación española en el comercio intracomunitario supera escasamente el 6%, la mitad, aproximadamente, que Italia, mientras que la cuota de las exportaciones reales españolas



en el conjunto de las importaciones de la UE se ha estabilizado durante los tres últimos años en un valor ligeramente por debajo del 4%, después de que, en los años centrales de la pasada década —tras las depreciaciones experimentadas por el tipo de cambio de la peseta—, las ganancias hubieran sido del orden de un punto porcentual. Este comportamiento supone una llamada de atención sobre los problemas que pueden plantearse si no se fortalecen los niveles de competitividad actuales, una vez que se ha perdido el mecanismo de ajuste del tipo de cambio.

Según los indicadores habituales, la economía española mantiene, en general, niveles de competitividad favorables frente a la mayoría de los países industrializados, pero la persistencia de diferenciales en el ritmo de crecimiento relativo de precios y costes puede terminar erosionándolos (véase gráfico I.2). En este sentido, la información disponible muestra que, en los últimos años, los índices de costes unitarios laborales de España se están incrementando, aproximándose a los de las principales economías de su entorno —con las que competimos en los mercados exteriores y en el interior—, debido, básicamente, al mayor aumento de la remuneración por asalariado y, en menor medida, al inferior dinamismo de la productividad. Pero, además, hay que tener en cuenta la presencia creciente en la escena internacional de las economías de reciente industrialización —algunas de las cuales pasarán a formar parte de la UE en los próximos años—, muchos de cuyos productos compiten en condiciones de costes muy favorables con las mercancías españolas.

Cuando se analiza de forma conjunta la evolución de costes, precios y márgenes se constata que el notable incremento de los costes unitarios ha tenido un carácter generalizado. En este contexto, las ramas menos expuestas a la competencia —construcción y servicios— pudieron repercutir en sus precios dichos incrementos, por lo que siguieron aumentando sus márgenes unitarios; mientras que las ramas industriales registraron una compresión de márgenes. Estas pautas no resultan sostenibles a medio plazo, pues perjudican la competitividad de los bienes y servicios españoles y terminan desencadenando —en los sectores más abiertos a la competencia, como ya se ha reseñado— ajustes del empleo.

Esta dualidad entre sectores más y menos abiertos a la competencia se aprecia al analizar la evolu-

ción de los precios finales. En general, el ritmo de crecimiento de los precios industriales y de exportación tiende a adaptarse al de los países competidores, mientras que los precios de consumo mantienen un diferencial positivo, que es especialmente persistente en el apartado de servicios.

Ya se ha comentado que el ritmo de aumento del índice de precios de consumo (IPC) se moderó sensiblemente en la segunda mitad del pasado año, aunque los precios de los bienes industriales no energéticos y los servicios mantuvieron tasas de aumento relativamente elevadas. Al comienzo de 2002 se implantó un nuevo sistema de elaboración del IPC que permitirá una mejor aproximación a la medición de la tasa de inflación de la economía española, corrigiendo numerosos sesgos que tendían, en la mayoría de los casos, a sobrestimarla. La inclusión en el nuevo sistema de cálculo de las rebajas que tienen lugar en los precios de numerosos productos supone un cambio importante en las pautas de estacionalidad del índice, lo que, en un primer momento, dificulta la interpretación de las variaciones que se observan en algunos de sus componentes. En cualquier caso, en el período transcurrido del año actual ha tenido lugar una aceleración en el ritmo de variación de los precios de consumo que ha ampliado su diferencial con el de los países de la UEM. Parte de este movimiento alcista parece estar relacionado con la introducción del euro, ya que la falta de familiaridad con la nueva unidad de cuenta ha favorecido el redondeo en algunos sectores de la economía. Aunque este efecto es, por su propia naturaleza, pasajero y no debería incorporarse en las expectativas inflacionistas de los distintos agentes, la ampliación del diferencial de inflación con los países de la zona supone una llamada de alerta sobre la persistencia de algunos sesgos inflacionistas en la economía, que deben erradicarse a través de la mejora en la eficiencia y la competitividad de los mercados.

#### **I.4. LOS RETOS A MEDIO Y LARGO PLAZO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

La economía española presenta a corto y medio plazo perspectivas de crecimiento favorables, enraizadas, en gran medida, en las ventajas que proporciona el régimen de estabilidad macroeconómica que ofrece su pertenencia a la UEM. Las previsiones apuntan a que durante el año 2002 se reanude una senda de dinamismo que tienda a recuperar gradualmente ritmos de crecimiento cercanos a los del

producto potencial, aunque la influencia de otros factores que, de forma transitoria, ejercieron un efecto positivo sobre la demanda nacional durante las etapas iniciales de la UEM se vaya desvaneciendo progresivamente. No obstante, para asegurar que, a largo plazo, la economía española siga creciendo a tasas superiores a las que registran los países más avanzados de la UE y obtenga todos los beneficios que le puede reportar su participación en una unión monetaria, hay que evitar que los precios y costes crezcan sistemáticamente por encima de los de sus socios europeos, deteriorando, de este modo, su posición competitiva en el contexto internacional y poniendo en peligro sus posibilidades de crecimiento potencial. Es importante, por tanto, que las políticas económicas refuercen su perspectiva de largo plazo y actúen, principalmente, por el lado de la oferta de la economía con el fin de impulsar el crecimiento de la productividad.

A lo largo del último ciclo expansivo la evolución de la competitividad ha estado condicionada por el bajo crecimiento de la productividad observada. Es esta, sin embargo, una variable difícil de medir y que ofrece una información insuficiente sobre el progreso técnico y las ganancias de eficiencia, por lo que es conveniente distinguir entre la influencia de los recursos productivos primarios —y en particular de la combinación entre capital y trabajo— y la de otros factores —tecnológicos y no tecnológicos— que condicionan las pautas de incorporación de las innovaciones y del progreso técnico y, en último término, el grado de eficiencia de la economía. La contribución de estos últimos factores al crecimiento se suele aproximar mediante la productividad total de los factores, aunque su interpretación tampoco está libre de dificultades.

El moderado crecimiento de la productividad observada en la economía española en estos últimos años es la consecuencia de un patrón de crecimiento intensivo en la creación de empleo que debe mantenerse para continuar recortando las diferencias de bienestar económico con los países más avanzados de la UE. Sin embargo, el también débil crecimiento de la productividad total de los factores refleja posibles insuficiencias en la tecnología incorporada que pueden limitar la capacidad de crecimiento a largo plazo.

Este comportamiento se ha producido, además, en un contexto en el que se han registrado importantes avances tecnológicos en los sectores de la infor-

mación y de las comunicaciones, que han requerido de las economías más avanzadas importantes esfuerzos de modernización. En España, los bienes de equipo relacionados con las nuevas tecnologías también han aumentado recientemente, pero todavía representa una porción reducida del stock de capital total. Con todo, su contribución al crecimiento de la productividad del conjunto de la economía ha sido significativa, aunque no ha podido compensar la baja aportación del resto del capital productivo.

Por otra parte, el comportamiento diferencial de precios y costes entre España y los países de la UE y la inercia que exhibe la inflación subyacente indican que, a pesar de las reformas acometidas, algunos mercados de bienes, servicios y factores productivos presentan ciertas ineficiencias, motivadas por un grado insuficiente de competencia. La persistencia de estos sesgos inflacionistas podría mermar el potencial de crecimiento a través no solo de las distorsiones inducidas en los procesos de formación de rentas y precios, sino también del efecto desincentivador que la falta de un entorno competitivo genera sobre los procesos de innovación.

La asimilación de la innovación es un determinante fundamental del crecimiento a largo plazo de la productividad. Sus efectos no solo dependen de su incidencia en las ramas productivas intensivas en el uso de las nuevas tecnologías sino también, en gran medida, de la capacidad del tejido empresarial para incorporar los avances en el conocimiento, absorber el progreso técnico y adaptar sus procesos productivos, la gestión de los recursos humanos y las estrategias corporativas.

En la economía española, el dinamismo tecnológico descansa, principalmente, en la incorporación de las innovaciones generadas en su mayor parte en el exterior y en la propagación de sus efectos hacia el conjunto de una estructura productiva con una especialización relativa en actividades de menor contenido tecnológico. En estas condiciones, cobra una especial importancia la existencia de un entorno flexible y competitivo que promueva la incorporación de los avances tecnológicos a través de los procesos de inversión en capital fijo, la cualificación y formación permanente de los trabajadores y la reorganización de las actividades empresariales.

El fortalecimiento de la innovación interna es también un factor importante para aumentar la ca-



pacidad de asimilación de las nuevas tecnologías. Ello requiere un marco institucional que combine adecuadamente los estímulos a la inversión de las empresas en actividades de investigación y desarrollo con una eficiente canalización de los fondos públicos destinados a esa materia —cuyos niveles relativos presentan todavía un claro desfase respecto a la UE— hacia los proyectos en los que los investigadores españoles han demostrado estar en condiciones de destacar en el panorama internacional.

Para obtener los beneficios a largo plazo del nuevo régimen de estabilidad macroeconómica y evitar que surjan episodios de pérdida de competitividad es necesario profundizar las reformas liberalizadoras emprendidas en diversas áreas y sectores de la economía. Tienen especial importancia las que se refieren al mercado de trabajo, al mercado de suelo, a los servicios y, en particular, a las industrias de red. El mercado de trabajo ha sido ya el objetivo de numerosas reformas que, en último término, han contribuido a aumentar su capacidad para generar empleo y a reducir, modestamente, su grado de dualidad, facilitando, al mismo tiempo, la moderación salarial. Es preciso señalar, sin embargo, que la tasa de temporalidad se sitúa todavía en cotas elevadas, superiores, en cualquier caso, a los umbrales que pueden considerarse compatibles con un funcionamiento eficiente de la economía, ya que un exceso de rotación de los trabajadores temporales es un obstáculo para su cualificación y para la productividad de las empresas. Las reformas deben seguir orientándose a mejorar la combinación de flexibilidad y estabilidad de las condiciones de trabajo, en la línea de ampliar el acceso a las nuevas formas de contratación estable y de reducir la brecha entre los costes medios de indemnización de los contratos indefinidos y temporales.

Se han obtenido, asimismo, logros significativos en la reducción del desempleo y, en particular, en el desempleo de larga duración. Sin embargo, la tasa de paro en determinados colectivos —trabajadores de baja cualificación, principalmente, y mayores de 45 años con cualificaciones que se han quedado obsoletas— continúa siendo elevada, por lo que es preciso seguir avanzando en la incorporación de estos colectivos al mercado laboral. Para solventar los desfases que puedan existir entre la cualificación ofrecida por estos trabajadores y la requerida por la demanda de trabajo se debería aumentar la inversión en formación. Al mismo tiempo, es necesario identificar en qué medida el conjunto de incentivos que resultan de la

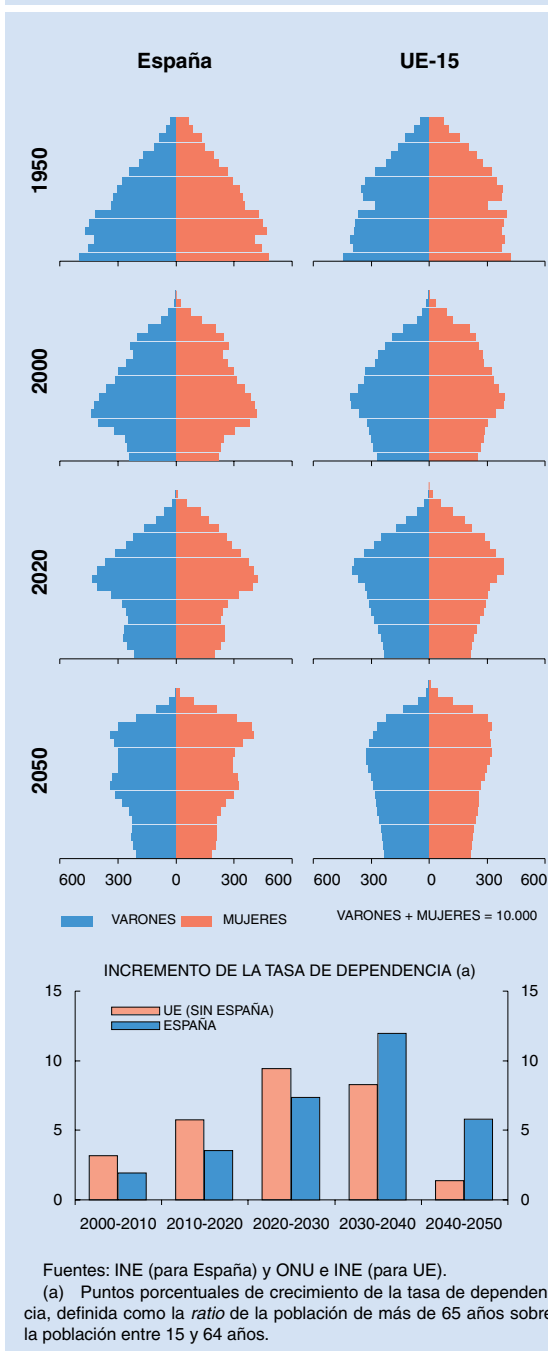
interacción de la prestación por desempleo y de las indemnizaciones por despido pueden desincentivar la aceptación de nuevos empleos, así como dar prioridad a la formación de los parados y favorecer su disponibilidad para reincorporarse al empleo. Existe, por último, un margen claro para seguir aumentando las tasas de participación femenina —que son todavía muy reducidas en comparación con las de los países más avanzados— y las de los mayores, por lo que habría que revisar los determinantes institucionales y económicos que subyacen a la decisión de participar en el mercado de trabajo, en particular los esquemas existentes de jubilación anticipada y las fórmulas de acceso parcial al mismo.

Las reformas acometidas en estos años en relación con el sistema de negociación colectiva han sido de menor calado y sus logros, por lo tanto, más modestos. De hecho, la firma del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva entre empresarios y sindicatos, el pasado mes de diciembre, puede favorecer la moderación salarial en los convenios negociados en este año, pero no elimina la necesidad de reformar la negociación colectiva, que continúa siendo notablemente centralizada. El sistema vigente origina una elevada homogeneización de los incrementos salariales negociados, que guardan escasa relación con las situaciones particulares de las empresas, penalizando, especialmente, a las empresas pequeñas y medianas. Por ello, la reforma debería tener como objetivo una mayor descentralización de la negociación colectiva, que permita que aspectos como las condiciones salariales o la duración de la jornada tengan en cuenta la situación de las empresas y las características de los trabajadores.

El mercado del suelo constituye también un determinante esencial del funcionamiento global de la economía, dado que los precios de los activos inmobiliarios y los alquileres intervienen en los procesos de formación de precios y costes —con un impacto mayor sobre determinadas actividades terciarias— e inciden sobre un aspecto crucial para el mercado de trabajo, que es el grado de movilidad geográfica. A pesar de que el mercado del suelo ha sido objetivo de algunas reformas en los últimos años, la regulación actual continúa siendo inadecuada, pues limita la oferta disponible y, en último término, genera presiones alcistas sobre sus precios y los alquileres. La necesidad de reducir este sesgo inflacionista, junto con la de eliminar las distorsiones que inciden directamente sobre la movilidad geo-

GRÁFICO I.3

## Pirámides de población (1950-2000-2020-2050)



gráfica, aconseja impulsar las reformas en el marco regulatorio de este sector, aunque para ello haya que revisar paralelamente los mecanismos de financiación de las haciendas locales.

La importancia, en fin, de dinamizar las políticas liberalizadoras en las industrias de red reside en que estas actividades ofrecen *inputs* básicos al resto de sectores productivos y canalizan buena parte de los avances tecnológicos, lo que les dota de una gran

importancia estratégica. Por ello, las modificaciones en el entorno competitivo en el que desarrollan su actividad produce sinergias de gran alcance que permiten la difusión de las ganancias de eficiencia y la reducción de costes hacia el resto de la economía. La liberalización de estas industrias en España ha producido ya —con distinta intensidad, dependiendo de la fase en el proceso de liberalización en que se encuentre cada una de ellas— un aumento en el número de competidores, una mejora en los servicios ofrecidos, la ampliación de las posibilidades de elección del consumidor y, en último término, descensos en los precios. Existe terreno, sin embargo, en el que sigue siendo necesario avanzar en este proceso.

En telefonía, la apertura del mercado se ha saldado con una ampliación en el número de operadores —si bien, el antiguo monopolio mantiene su posición dominante en todos los segmentos del mercado— y con un descenso generalizado en los precios de los distintos servicios. A pesar de ello, el coste medio de la telefonía fija sigue siendo superior en España que en el promedio de la UE y la competencia efectiva en el último tramo de la red avanza lentamente, debido a las dificultades a las que todavía se enfrentan los nuevos operadores para acceder al bucle del abonado. El segmento de la telefonía móvil ha experimentado, también, desarrollos positivos que se manifiestan en un notable avance del grado de penetración y en un descenso de los precios. Como en otros países europeos, se ha retrasado, sin embargo, el lanzamiento de la tecnología UMTS y, por el momento, no está prevista la concesión de nuevas licencias, lo que puede limitar la competencia en el sector.

En el sector eléctrico, las tarifas han registrado caídas continuadas desde 1997 —de mayor intensidad que en el promedio de la UE— y se observa en el último año un incremento relativamente significativo en el número de consumidores que negocian precios libremente. Sin embargo, este sector conserva un elevado grado de concentración, tanto en el segmento de la producción como en el de la comercialización, y la integración vertical de las distintas actividades sigue siendo importante. Por último, en el sector del gas, el grado efectivo de competencia ha seguido aumentando, aunque de forma más lenta, dado que las medidas que se aprobaron en junio de 2000 se han ido adoptando con mayor retraso, quedando, incluso, alguna por instrumentar.

En resumen, las reformas emprendidas en las industrias de red están dando ya resultados positivos. En el futuro, la política liberalizadora en estos sectores deberá guiarse por la evolución del grado de competencia efectiva, que no depende, únicamente, del aumento en el número de operadores, sino también de que se garanticen condiciones de acceso a la red suficientemente competitivas para los nuevos operadores. En las industrias energéticas deberá evaluarse la evolución de los niveles de concentración en la producción y en la distribución, en respuesta a las modificaciones normativas que se han ido introduciendo en los últimos años. En las telecomunicaciones, el mayor esfuerzo deberá dirigirse principalmente a mejorar la competencia en el último tramo de la red y a avanzar rápidamente en la liberalización de todos aquellos elementos que facilitan la rápida difusión de las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones. El proceso de liberalización en las industrias de red transcurrirá, en fin, de forma más fluida cuanto más transparente y estable sea el marco regulatorio correspondiente.

El esfuerzo liberalizador que debe seguir haciendo la economía española para mejorar su posición competitiva cobra mayor relevancia ante el proceso de descenso de la población y de envejecimiento que con gran probabilidad registrará en el medio plazo, si no se modifican drásticamente las pautas demográficas de los últimos años, que han venido marcadas por un descenso sostenido de la tasa de natalidad durante los últimos veinticinco años y por un aumento continuado de la esperanza de vida. Estos desarrollos han determinado una ralentización en el ritmo de crecimiento de la población española y un cambio profundo en la estructura demográfica, como muestra la configuración actual de la pirámide de población (véase gráfico I.3), si bien, en el período más reciente se ha producido una cierta recuperación en la tasa de natalidad y un incremento súbi-

to del número de inmigrantes, que han aliviado la ralentización en el ritmo de crecimiento de la población. Las tendencias anteriores, compartidas por la mayoría de los países de la Unión Europea, apuntan a un descenso del porcentaje de la población en edad de trabajar y a un aumento continuado de la proporción de los mayores de 65 años, que se terminará reflejando en un incremento de la tasa de dependencia, con cierto retraso respecto de lo que pueda ocurrir en Europa, pero, a partir de un determinado momento, de mayor magnitud. Esta evolución demográfica podría tener efectos importantes sobre numerosas parcelas de la vida económica; en particular, sobre las posibilidades de crecimiento de la oferta de trabajo y de la productividad y sobre las pautas de ahorro del sector público —que estarán muy condicionadas por la evolución del gasto en pensiones, en sanidad y en cuidado a los mayores—. Si no se adoptan medidas que aborden con suficiente antelación los problemas que se pueden ir acumulando a lo largo del tiempo, existe el riesgo de que, a largo plazo, se produzca una caída de las posibilidades de crecimiento potencial de la economía española.

Naturalmente, el mantenimiento de un mercado de trabajo que genere incentivos a la inactividad o que determine una baja utilización de los recursos disponibles acentuará los efectos del envejecimiento sobre la oferta de trabajo. Por su parte, cuanto más se retrasen los cambios necesarios en la especificación actual de los sistemas de previsión social o los esfuerzos en racionalización del gasto sanitario y de otros gastos sociales mayores serán las tensiones a las que se verán sometidas las cuentas públicas. En este contexto, las acciones de política económica necesarias para limitar el impacto del envejecimiento son plenamente coherentes con las requeridas para mejorar el funcionamiento del mercado de trabajo y potenciar el crecimiento de la productividad.

## CAPÍTULO II

# EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

## II.1. VALORACIÓN GLOBAL

Durante el año 2001, el producto mundial creció un 2,5%, frente al 4,7% en el año anterior. La caída en el ritmo de crecimiento, que se había iniciado en el año 2000, se manifestó en una progresiva desaceleración económica en las tres mayores áreas, los Estados Unidos, la Unión Europea y Japón, cuya sincronización en la fase baja del ciclo no ocurría desde la década de los años setenta (véase cuadro II.1). Esta sincronía apunta, por un lado, a las fuertes interdependencias comerciales y financieras entre las distintas economías y, por otro, a la existencia de una serie de perturbaciones comunes, como la crisis de los sectores relacionados con la tecnología e informática, el aumento de los precios del petróleo en 1999 y 2000 y, posteriormente, los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001, que aumentaron considerablemente la incertidumbre a nivel mundial. Por su parte, las economías emergentes se vieron adversamente afectadas, en conjunto, como consecuencia del descenso del ritmo de actividad en las principales economías desarrolladas (véanse gráfico II.1 y cuadro II.2). En los últimos meses de 2001 y primeros de 2002 se han ido afianzando las señales de una inminente recuperación de la economía americana, que se espera se generalice a lo largo del año, en mayor o menor medida, a otras áreas.

Un hecho particularmente destacable durante el pasado año fue la ligera disminución del comercio mundial (1,5%), en claro contraste con el 12,4% de crecimiento del ejercicio anterior. Es habitual que el comercio mundial presente un patrón cíclico muy acusado, especialmente en momentos de elevada sincronización cíclica entre las principales economías, o bien cuando un número elevado de países se encuentran en situaciones de desaceleración o recesión, como

puede observarse en el gráfico II.2. Ahora bien, habría que remontarse hasta 1974 para encontrar una variación en las tasas de crecimiento del comercio tan brusca como la observada en 2001.

El sesgo del crecimiento del producto mundial hacia economías emergentes grandes y relativamente cerradas —como China, India y Rusia— durante el pasado año puede contribuir a explicar también que un determinado aumento del producto se haya alcanzado con una menor expansión del comercio. Las dificultades por las que han atravesado ciertos procesos de integración comercial, como Mercosur; la falta de avances en la apertura de determinados mercados con un potencial de crecimiento muy elevado (como la agricultura y los textiles) en el seno de la Organización Mundial del Comercio; el incremento del coste de los seguros relativos al comercio, tras los atentados del 11 de septiembre, y la caída de los flujos de financiación a los mercados emergentes más orientados a la exportación, son factores adicionales que explican la singular atonía del comercio mundial. A todo ello habría que sumar la crisis del sector tecnológico y, en particular, de los semiconductores, industria que mantuvo un notable dinamismo en los años precedentes y cuya producción, muy concentrada en unos pocos países, cayó un 33% en 2001 en términos de volumen de exportaciones, tras haber venido creciendo a ritmos medios anuales del 12% en la década de los años noventa.

La desaceleración económica global vino acompañada de una reducción generalizada de las presiones inflacionistas, mientras que se ha mantenido la situación de deflación en Japón. No obstante, la inflación subyacente tendió a ser más elevada que los índices generales, lo que se explica por la tendencia a la baja de los precios de las materias pri-

## Principales indicadores macroeconómicos de Estados Unidos, Japón y Reino Unido

	1997	1998	1999	2000	2001	2001			
						I TR	II TR	III TR	IV TR
ESTADOS UNIDOS:									
PIB (a)	4,4	4,3	4,1	4,1	1,2	2,5	1,2	0,5	0,5
Consumo privado (a)	3,6	4,8	5,0	4,8	3,1	3,5	3,2	2,4	3,1
Inversión privada (a)	9,6	11,4	7,8	7,6	-2,0	3,4	-1,3	-3,4	-6,4
Demanda externa (b)	-0,3	-1,3	-1,1	-0,9	-0,1	-0,4	-0,2	0,0	0,0
Saldo Administraciones Públicas (c)	-1,3	-0,1	0,6	1,5	0,1				
IPC (a)	2,3	1,6	2,2	3,4	2,8	3,4	3,4	2,7	1,9
Balanza cuenta corriente (c)	-1,7	-2,5	-3,5	-4,5	-4,1	-4,4	-4,2	-3,9	-3,9
Tasa de paro (d)	4,9	4,5	4,2	4,0	4,8	4,2	4,5	4,8	5,6
JAPÓN:									
PIB (a)	0,2	-1,0	0,7	2,2	-0,4	1,4	-0,6	-0,5	-1,9
Consumo (a)	-0,2	0,6	1,9	1,3	1,1	2,1	0,7	0,3	1,4
Formación bruta de capital fijo (a)	-1,1	-4,2	-0,7	3,2	-1,7	1,4	-0,9	0,9	-8,3
Demanda externa (b)	1,0	0,3	-0,1	0,5	-0,7	-0,5	-0,9	-0,8	-0,5
Saldo Administraciones Públicas (c)	-3,7	-5,6	-7,6	-8,5	-8,5				
IPC (a)	1,7	0,6	-0,3	-0,7	-0,7	-0,4	-0,7	-0,8	-1,0
Balanza cuenta corriente (c)	2,2	3,0	2,5	2,5	2,1	2,7	2,3	2,7	3,1
Tasa de paro (d)	3,4	4,1	4,7	4,7	5,0	4,7	4,9	5,1	5,4
REINO UNIDO:									
PIB (a)	3,4	3,0	2,1	3,0	2,2	2,9	2,4	2,0	1,6
Consumo (a)	3,0	3,2	3,9	3,9	3,7	3,7	3,6	3,5	3,9
Formación bruta de capital fijo (a)	7,1	13,2	0,9	3,9	0,1	4,0	1,9	-1,0	-4,0
Demanda externa (b)	-0,5	-2,2	-1,4	-0,7	-0,8	-1,2	-0,8	-0,4	-0,6
Saldo Administraciones Públicas (c) (e)	-1,5	0,3	1,5	2,0	0,4				
IPC (a)	3,1	3,4	1,6	4,4	1,8	2,5	1,9	1,8	1,0
Balanza cuenta corriente (c)	-0,2	-0,6	-2,1	-1,8	-1,8	-0,9	-2,1	-1,0	-3,0
Tasa de paro (d)	7,3	6,4	6,0	5,5	5,1	5,1	5,0	5,1	5,2
Fuentes: FMI y estadísticas nacionales.									
(a) Tasa interanual. Para el IPC, media anual de la tasa de variación.									
(b) Contribución al aumento del PIB.									
(c) Porcentaje del PIB.									
(d) Porcentaje de la población activa. Media de cada período.									
(e) Excluidos ingresos por venta de licencias de telefonía móvil.									

mas y por el fuerte descenso de los precios del petróleo en 2001, que los situó a finales del pasado ejercicio casi un 60% por debajo del máximo alcanzado en 2000. No obstante, aproximadamente la mitad de esta caída se ha corregido en los primeros meses del presente año (véase gráfico II.3), lo que representa un factor de riesgo para la incipiente recuperación mundial.

En consonancia con la ausencia de presiones inflacionistas y con la fase descendente del ciclo, las políticas económicas de los países industrializados y de buena parte de los emergentes tendieron, con

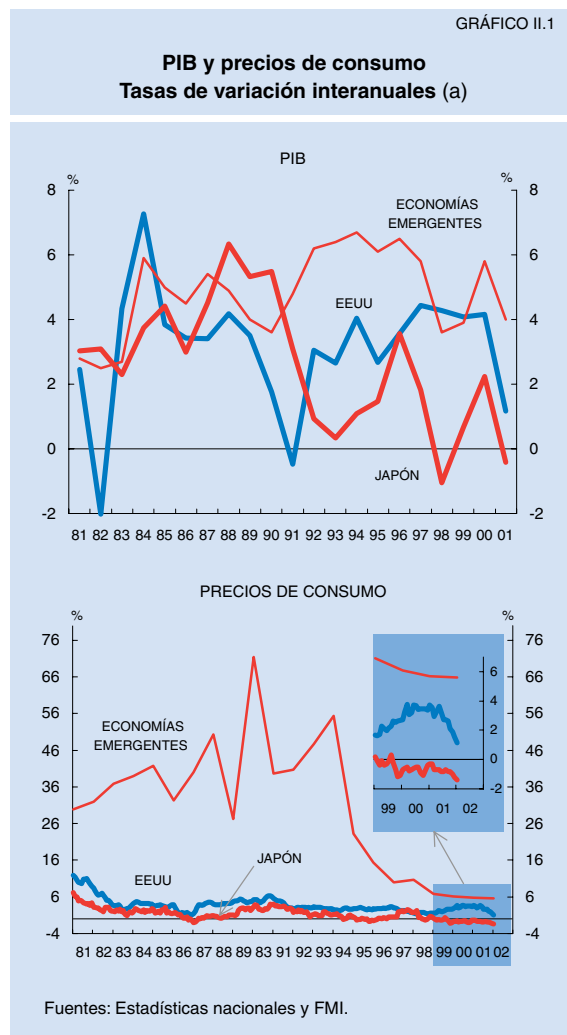
mayor o menor intensidad, a adquirir un cariz más expansivo, especialmente en los Estados Unidos. Las autoridades monetarias redujeron de manera significativa los tipos de interés a corto plazo, y las políticas fiscales adoptaron un tono más acomodaticio. En claro contraste con lo anterior, en Japón las autoridades se vieron fuertemente condicionadas por el escaso margen de maniobra adicional existente para llevar a cabo políticas fiscales o monetarias expansivas.

En este entorno global, durante el pasado año tuvo lugar una cierta corrección de los desequili-

brios exteriores en los tres grandes bloques, cuya continuidad es, no obstante, incierta. En Estados Unidos el déficit por cuenta corriente pasó del 4,5% del PIB en 2000 al 4,1%, debido principalmente a la fuerte desaceleración de la demanda interna, aunque sus efectos se vieron limitados por la fortaleza del dólar. El superávit de Japón se redujo del 2,5% al 2,1% del PIB y el saldo de la UE pasó del -0,4% al 0,5%. Finalmente, la caída en las importaciones de los países desarrollados se reflejó en un deterioro de la posición exterior del resto del mundo, principalmente en aquellos países más dependientes de la demanda externa —como el sudeste asiático— o de la exportación de materias primas.

En cuanto a la evolución de los tipos de cambio, lo más destacable fue el mantenimiento de la fortaleza del dólar y, en la última parte del año, la depreciación del yen (véase gráfico II.4). El movimiento del yen es coherente con los débiles fundamentos de su economía, aunque su perfil temporal también puede haber venido influido, en cierta medida, por las estrategias de las autoridades japonesas. Respecto a la fortaleza del dólar frente al euro, resulta destacable su persistencia en fases cíclicas muy diversas y a pesar de una perturbación tan importante como los ataques del 11 de septiembre. Por otra parte, los tipos de cambio de las economías emergentes se mantuvieron relativamente estables, con las excepciones más destacables de Turquía, Sudáfrica y algunos países latinoamericanos, mientras que las divisas del sudeste asiático se apreciaron en términos efectivos, principalmente a causa del debilitamiento del yen en la última parte del año.

La evolución financiera internacional estuvo caracterizada por la continuación de la tendencia al descenso de las cotizaciones en los mercados bursátiles durante la mayor parte del año y por la relativa estabilidad de los tipos de interés a largo plazo. La caída de las bolsas, en consonancia con la débil situación económica general y la negativa evolución de los beneficios, se acentuó a raíz de los ataques de septiembre. Esta situación revirtió posteriormente, tendencia que ha proseguido en los primeros meses del presente ejercicio, ante las perspectivas de recuperación económica. Al igual que ocurrió en el año 2000, las caídas de las bolsas en el pasado ejercicio fueron mayores en los índices tecnológicos, aunque la discrepancia con los índices generales se atenuó respecto al año anterior. Los mercados de renta variable emergentes siguieron un perfil similar



al de las economías desarrolladas, con una clara tendencia bajista durante los tres primeros trimestres del año —a excepción de Rusia y China— y una recuperación en el cuarto trimestre, que resultó ser, en general, más intensa que la de los mercados más desarrollados.

La pendiente de la curva de rendimientos por plazos tendió a aumentar significativamente en los países desarrollados, como resultado de la fuerte reducción de las tasas de interés a corto plazo, en tanto que las tasas a largo plazo se mantuvieron relativamente estables, con una ligera tendencia a la baja en el conjunto del año que, no obstante, prácticamente se ha corregido en los últimos meses de 2001 y primeros de 2002. La evolución más reciente parece incorporar, en general, unas perspectivas de recuperación económica y, en el caso de Estados Unidos, también un cierto deterioro en la posición fiscal. En Japón, los reducidos tipos a largo plazo mantuvieron una acusada estabilidad en 2001, con una ligera tendencia al alza.

## Países con mercados emergentes. Principales indicadores macroeconómicos

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>PIB (a):</b>							
Asia							
Corea del Sur	8,9	6,7	5,0	-6,7	10,9	9,3	3,0
China	10,5	9,6	8,8	7,8	7,1	8,0	7,3
India	7,6	7,5	5,0	5,8	6,7	5,4	4,3
Tailandia	8,8	5,5	-0,4	-10,2	3,3	4,6	1,8
Indonesia	8,2	7,8	4,7	-13,1	0,8	4,8	3,3
Malasia	9,8	10,0	7,3	-7,4	5,8	8,3	0,4
Países candidatos a la UE							
Hungría	1,5	1,3	4,6	4,9	4,5	5,2	3,8
Polonia	7,0	6,0	6,8	4,8	4,1	4,1	1,1
Rep. Checa	5,9	4,3	-0,8	-1,2	-0,4	2,9	3,6
Rumanía	7,1	3,9	-6,1	-4,8	-2,3	1,8	5,3
Rusia	-4,2	-3,4	0,9	-4,9	3,2	9,0	5,0
América Latina							
Argentina	-2,8	5,5	8,1	3,9	-3,4	-0,8	-3,7
Brasil	4,2	2,7	3,3	0,2	0,8	4,4	1,5
Méjico	-6,2	5,2	6,8	4,9	3,8	6,6	-0,3
<b>INFLACIÓN (b):</b>							
Asia							
Corea del Sur	4,5	4,9	4,4	7,5	0,8	2,3	4,1
China	16,9	8,3	2,8	-0,8	-1,4	0,4	0,7
India	10,2	9,0	7,2	13,2	4,7	4,0	3,8
Tailandia	5,8	5,8	5,6	8,1	0,3	1,6	1,7
Indonesia	9,4	8,0	6,7	57,6	20,5	3,8	11,5
Malasia	3,5	3,5	2,7	5,3	2,7	1,6	1,4
Países candidatos a la UE							
Hungría	28,3	23,5	18,3	14,1	10,0	9,8	9,2
Polonia	28,1	19,8	15,1	11,7	7,3	10,1	5,4
Rep. Checa	9,2	8,8	8,5	10,6	2,1	3,9	4,7
Rumanía	32,2	38,8	154,8	59,1	45,8	45,7	34,5
Rusia	197,5	47,7	14,7	27,7	85,7	20,8	20,7
América Latina							
Argentina	3,4	0,2	0,5	0,9	-1,2	-0,9	-1,1
Brasil	66,0	15,8	6,9	3,2	4,9	7,0	6,8
Méjico	35,0	34,4	20,6	15,9	16,6	9,5	6,4
<b>SALDO SECTOR PÚBLICO (c):</b>							
Asia							
Corea del Sur	1,3	1,0	-0,9	-3,8	-2,7	2,5	3,2
China	-1,0	-0,8	-0,8	-1,2	-2,1	-2,8	...
India	-8,5	-8,1	-8,7	-8,5	-9,6	-11,2	-10,8
Tailandia	3,0	2,4	-2,1	-7,6	-10,5	-3,2	...
Indonesia	2,2	1,2	-0,7	-2,7	-1,1	...	...
Malasia	2,2	1,1	2,5	-1,5	-4,1	-4,2	...
Países candidatos a la UE							
Hungría	-6,3	-3,1	-4,5	-6,3	-3,7	-3,4	-4,5
Polonia	-2,6	-2,5	-1,3	-2,4	-2,0	-3,5	-3,9
Rep. Checa	0,5	0,9	-1,9	6,6	-1,6	-4,2	-7,0
Rumanía	-4,1	-4,9	-3,6	-2,8	-2,6	-3,8	-3,3
Rusia	-5,2	-7,9	-7,0	-5,0	-1,7	4,3	2,0
América Latina							
Argentina	-0,9	-2,5	-1,5	-1,4	-2,6	-2,4	-3,0
Brasil	-7,1	-5,9	-6,3	-7,9	-10,0	-4,6	-5,2
Méjico	-0,9	-0,3	-1,4	-1,2	-1,3	-1,1	-0,7
<b>BALANZA CUENTA CORRIENTE (c):</b>							
Asia							
Corea del Sur	-1,7	-4,4	-1,7	12,7	6,1	2,7	2,1
China	0,2	0,9	4,1	3,3	1,6	1,9	1,7
India	-1,0	-1,7	-1,2	-1,4	-1,0	-0,9	0,0
Tailandia	-8,1	-8,1	-0,9	12,7	10,2	7,6	5,4
Indonesia	-3,2	-3,4	-2,3	4,2	4,1	5,3	4,5
Malasia	-9,5	-4,6	-4,8	12,9	15,9	9,4	8,2
Países candidatos a la UE							
Hungría	-5,6	-3,7	-2,1	-4,8	-4,4	-2,9	-2,4
Polonia	4,5	-1,0	-3,0	-4,3	-7,5	-6,3	-4,0
Rep. Checa	-2,6	-8,1	-6,3	-2,3	-2,0	-5,6	-4,7
Rumanía	-5,0	-7,3	-6,3	-7,3	-3,8	-3,7	-5,9
Rusia	2,2	2,9	0,8	0,8	12,4	17,4	11,3
América Latina							
Argentina	-1,9	-2,4	-4,1	-4,9	-4,3	-3,1	-2,1
Brasil	-2,6	-3,0	-4,2	-4,3	-4,7	-4,1	-4,6
Méjico	-0,6	-0,7	-1,9	-3,8	-3,0	-3,1	-2,8

Fuentes: FMI y estadísticas nacionales.

(a) Tasa de variación interanual.

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

(c) Porcentaje del PIB.



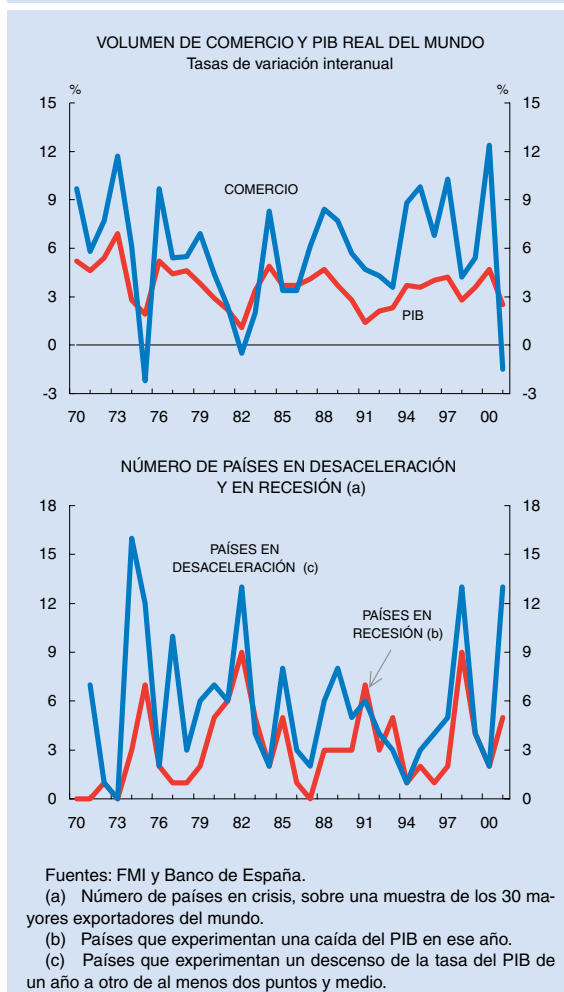
Las primas de riesgo en los mercados de renta fija privada de los países más desarrollados, que venían manteniendo una tendencia alcista en los años anteriores, dieron señales de una cierta inflexión a la baja en la primera mitad de 2001. Los ataques del 11 de septiembre provocaron un repunte significativo de estas primas de riesgo, que fue más acusado en las peores calificaciones crediticias. No obstante, este repunte se ha corregido en los últimos meses de 2001 y primeros de 2002 (véase gráfico II.5).

En los mercados financieros emergentes lo más destacable fue el escaso contagio provocado por las crisis turca y argentina, que contrasta marcadamente con lo ocurrido en crisis anteriores, como las del sudeste asiático en 1997 y Rusia en 1998. Las mejoras en diversos ámbitos introducidas a raíz de las crisis recientes, tales como la mayor transparencia, el mejor acceso a la información y una más atinada gestión de riesgos por parte de los participantes en los mercados financieros —que parecen ahora capaces de discriminar cada vez mejor entre unos mercados emergentes y otros— explican en buena medida este escaso contagio. Pero también desempeñaron un papel amortiguador el menor peso de los *hedge funds* en los mercados financieros globales y la anticipación de los efectos de la crisis argentina. Los mercados de renta fija de los países emergentes se beneficiaron durante buena parte del año del desplazamiento de la inversión de bolsa hacia bonos, en línea con la tendencia global que, no obstante, parece haber revertido recientemente a raíz de las perspectivas de recuperación económica. Los índices de rendimiento medio de la renta fija de mercados emergentes, corregido el efecto de Argentina, cerraron el año con subidas en torno al 20%.

La financiación externa del sector privado al conjunto de países emergentes aumentó en el año 2001 respecto al ejercicio precedente. Este aumento se concentró en el componente de inversión directa, cuyos flujos se incrementaron un 10%, lo que más que compensó las fuertes caídas de la inversión de cartera y, principalmente, de los préstamos bancarios (véase gráfico II.6). El crecimiento de la inversión directa estuvo muy concentrado en unos pocos países, entre los que cabe destacar el caso de China, donde las entradas de capitales tuvieron como contrapartida una fuerte adquisición de reservas. La financiación oficial multilateral también creció respecto al año anterior, de 14.000 a 46.000 millones de dólares.

GRÁFICO II.2

### Comercio y producción mundiales



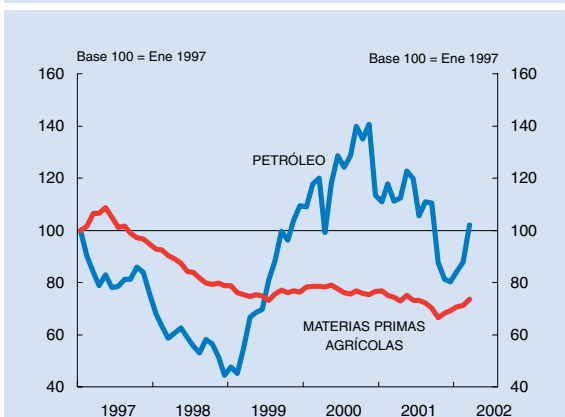
## II.2. LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS INDUSTRIALIZADAS

### II.2.1. Estados Unidos

Tras nueve años de expansión continuada, la economía de EEUU entró en una fase de rápida desaceleración, que, según el National Bureau of Economic Research, se convirtió oficialmente en recesión a partir de marzo de 2001, de acuerdo con el conjunto amplio de indicadores económicos que esta institución aplica para certificar la evolución cíclica. Sin embargo, las revisiones recientes indican que no se ha cumplido el requisito habitual de dos trimestres consecutivos con crecimiento del producto negativo que define técnicamente lo que constituye una recesión. En todo caso, aun si finalmente se aceptara la existencia de una recesión, esta habría sido una de las más suaves y cortas de la reciente historia económica estadounidense, lo que pone de manifiesto la flexibilidad

GRÁFICO II.3

## Índice de precios de las materias primas



Fuente: Banco de España.

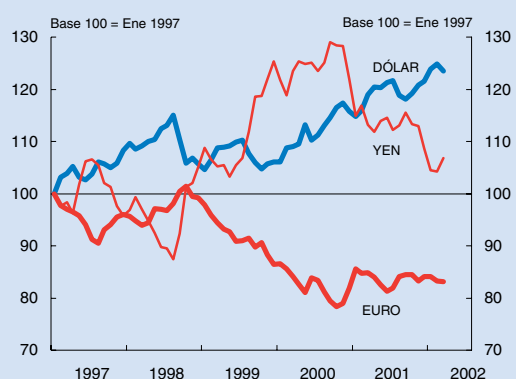
y capacidad de ajuste de su economía ante perturbaciones muy severas (véase recuadro II.1).

El PIB pasó de crecer un 4,1% en 2000 a un 1,2% en 2001, mientras que la inflación, medida por el IPC, pasó del 3,4% al 2,8% en media anual, como consecuencia del debilitamiento de la demanda interna, el exceso de capacidad instalada y la caída de los precios energéticos.

A diferencia de lo sucedido en algunos ciclos recientes, la notable reducción del ritmo de actividad, que fue particularmente intensa en el sector manufacturero, vino provocada principalmente por la brusca contracción de la inversión privada, que cayó un 2% en 2001, junto con el fuerte ajuste a la baja de las existencias, mientras que el consumo privado siguió creciendo a tasas inusualmente altas, en torno al 3% (véase gráfico II.7). El fuerte aumento de la inversión privada hasta mediados de 2000, especialmente en los sectores relacionados con las telecomunicaciones y la informática, llevó consigo un exceso de capacidad instalada y un notable crecimiento del endeudamiento de las empresas que vino a sumarse a los elevados niveles de endeudamiento de las familias. La posterior caída de los beneficios empresariales, con el consiguiente descenso en el precio de las acciones, en un clima de abatimiento de la demanda, hizo aún más evidente el exceso de capacidad instalada, sobre todo en los sectores relacionados con las telecomunicaciones y la informática, al tiempo que agravó los problemas derivados del fuerte endeudamiento. A las características peculiares de este ciclo habría que añadir el desfavorable impacto de los ataques del 11 de septiembre en la última parte del año,

GRÁFICO II.4

## Tipos de cambio efectivos nominales frente a países desarrollados (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.

que aumentó drásticamente la incertidumbre y propició una respuesta aún más contundente de las políticas económicas a la caída de la actividad.

Tal y como se ha mencionado, pese a la caída de las bolsas y el consiguiente efecto riqueza sobre las familias, el consumo privado se ha mostrado muy firme. Este excepcional comportamiento se explica, principalmente, por los bajos niveles de desempleo de los que partía la economía estadounidense al comenzar el año, por el dinamismo del sector inmobiliario y el incremento del precio de la vivienda —alentados por las rebajas de tipos de interés— y por las favorables condiciones de financiación para las compras de bienes duraderos —como los automóviles—, especialmente en la última parte del año.

En cuanto al mercado de trabajo, la tasa de paro, que partía de niveles en torno al 4% a comienzos del ejercicio, fue aumentando gradualmente hasta llegar al 5,8% en diciembre, como consecuencia de los ajustes de plantilla llevados a cabo por las empresas, que se acentuaron tras los ataques de septiembre. A su vez, las fuertes ganancias salariales que habían acompañado la fase alcista del ciclo se fueron moderando a medida que la economía se debilitaba. Resulta especialmente destacable el crecimiento de la productividad en un entorno económico tan débil (el 1,9% en el año y el 5,5% en tasa trimestral anualizada en el último trimestre), que contrasta con cifras mucho menores e incluso negativas en la misma fase de ciclos anteriores.

En un clima de notable incertidumbre sobre el alcance y duración de la fase de desaceleración eco-

## Evolución cíclica reciente y reacción de la política monetaria en Estados Unidos

El National Bureau of Economic Research (NBER) de Estados Unidos, instituto encargado de datar los ciclos americanos, anunció que la economía de ese país había entrado en recesión en marzo de 2001, aunque, a la luz de la evolución posterior, no se ha cumplido el requisito habitual de dos trimestres consecutivos de crecimiento intertrimestral negativo. Parece claro que la duración de la recesión, si es que termina confirmándose como tal, va a ser breve, por debajo de la media de once meses calculada por el NBER para las recesiones de la economía norteamericana desde 1960. Seguramente su duración será más parecida a la de la recesión de 1990-1991, de solo ocho meses, que a los dieciséis que duraron las de 1973-1975 y 1981-1982. Además, en todas las recesiones estadounidenses, hasta la fecha, la economía registró al menos un trimestre en el que el PIB cayó bruscamente más de un 3% trimestral anualizado, mientras que en esta ocasión la caída ha sido tan solo del 1,3% en el tercer trimestre.

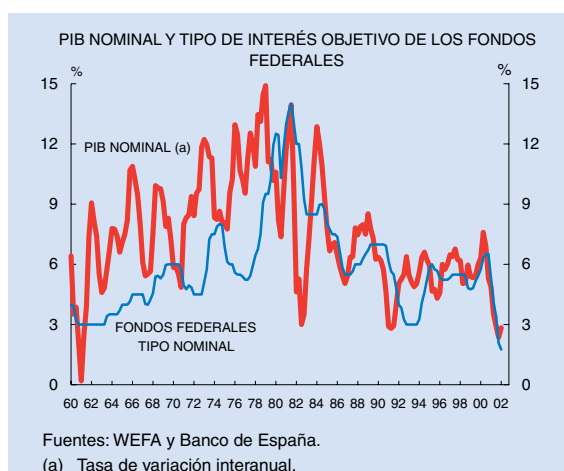
Aunque el descenso del ritmo de actividad en 2001 no se puede considerar atípico (1), existen algunas particularidades que lo distinguen de episodios análogos previos. El consumo privado ha resistido mucho mejor, con un crecimiento en media del 3,1% en 2001, comparado con el -1,2% en la recesión de 1990-1991 y el -0,1% de media en las recesiones del período 1960-1991. La inversión empresarial cayó bastante menos, un 3,2%, frente a un 4,8% en la recesión de 1990-1991 y un 6,1% en media en las recesiones del período 1960-1991, mientras que la aportación de la variación de existencias fue más negativa en 2001 que en 1990-1991 (-1,2, frente a -0,8 puntos del PIB), aunque no alcanzó los -1,6 puntos de media en las recesiones del período 1960-1991. La caída de la producción industrial fue bastante más suave, 3,7% en 2001, frente al 7,5% de media en las anteriores recesiones y el 4,4% en 1990-1991. Por último, otros signos distintivos en 2001 fueron la positiva evolución de la inversión residencial y de la productividad. La primera llegó a crecer un 1,5% en 2001, frente a caídas de un 19% en media en recesiones anteriores y, en particular, de un 23,5% en 1990-1991. La productividad alcanzó un 1,9% interanual, frente a una caída media del 0,6% en las anteriores recesiones, similar a la caída en 1990-1991.

La reacción de la política monetaria ante la desaceleración de la economía ha sido rápida y contundente, especialmente en lo que se refiere al ritmo con el que se llevó a cabo la reducción de los tipos de interés, desde el 6,5% en enero 2000 hasta el 1,75% a finales de 2001. Lo mismo puede decirse de la política fiscal, que, en un principio, introdujo estímulos vía recortes de impuestos fundamentalmente y, tras los atentados del 11 de septiembre, a través de un mayor gasto en defensa y ayudas de emergencia a los sectores más afectados. Esta actuación de las políticas económicas es posiblemente una de las causas de la relativa suavidad y corta duración de esta fase de desaceleración de la economía norteamericana.

La contundencia y prontitud con que ha reaccionado la política monetaria en esta ocasión, se ponen de relieve cuando se compara con lo sucedido durante la recesión de 1990-1991 (véase cuadro adjunto). Si bien la reducción de los tipos de interés fue mayor durante 1990-1991, entonces se partía de tipos iniciales algo más elevados y el período de recortes fue más extenso. Además, el ritmo mensual de reducción de los tipos de interés oficiales ha más que duplicado el de 1990-1991; la reducción máxima en un mes ha sido de 100 puntos básicos, frente a 50 puntos básicos en 1990-1991; y el número de ocasiones en las que se han rebajado 50 puntos básicos ha sido ocho de once, frente a tres de veinticuatro en 1990-1991. También el gráfico adjunto viene a corroborar que en este ciclo la política de la Reserva Federal ha reaccionado con suma prontitud, pues en ocasiones anteriores la bajada de tipos no se había sincronizado tan estrechamente con la desaceleración del PIB nominal, sino que acostumbraba a seguirla con cierto retardo.

Entre los factores que habrían contribuido a la rápida actuación de la Reserva Federal en este ciclo, podría destacarse, en primer lugar, la amenaza que representaba la delicada situación financiera de las empresas y familias, que llevaban varios años de acumulación de grandes niveles de deuda, en paralelo con unas subidas de las cotizaciones bursátiles a niveles muy elevados. Esta combinación suponía el riesgo evidente de que una intensa caída de la bolsa agudizara los desequilibrios de empresas y familias, con repercusiones potencialmente graves sobre la actividad económica y la situación de la banca. Posteriormente, los acontecimientos del 11 de septiembre supusieron un duro golpe para la confianza de los agentes, lo que llevó a la Reserva Federal a aumentar sustancialmente la oferta de liquidez y a bajar los tipos de interés con más intensidad que lo que hubiera sido necesario en circunstancias normales.

El lado negativo de la suavidad con que ha transcurrido esta fase baja del ciclo en los Estados Unidos es que los importantes y persistentes desequilibrios de la economía americana apenas se han corregido. Así, el déficit por cuenta corriente ha caído solo del 4,5% al 4,1% del PIB, lo que es relevante, pues nunca antes se había iniciado una recuperación con un déficit del 4% del PIB. Por otro lado, el endeudamiento de familias y empresas sigue en niveles muy altos históricamente, mientras que la tasa de ahorro privado continúa siendo muy baja. Estos factores constituyen importantes elementos de riesgo para la consolidación de la recuperación económica.



## Reducción de tipos oficiales (a) (b)

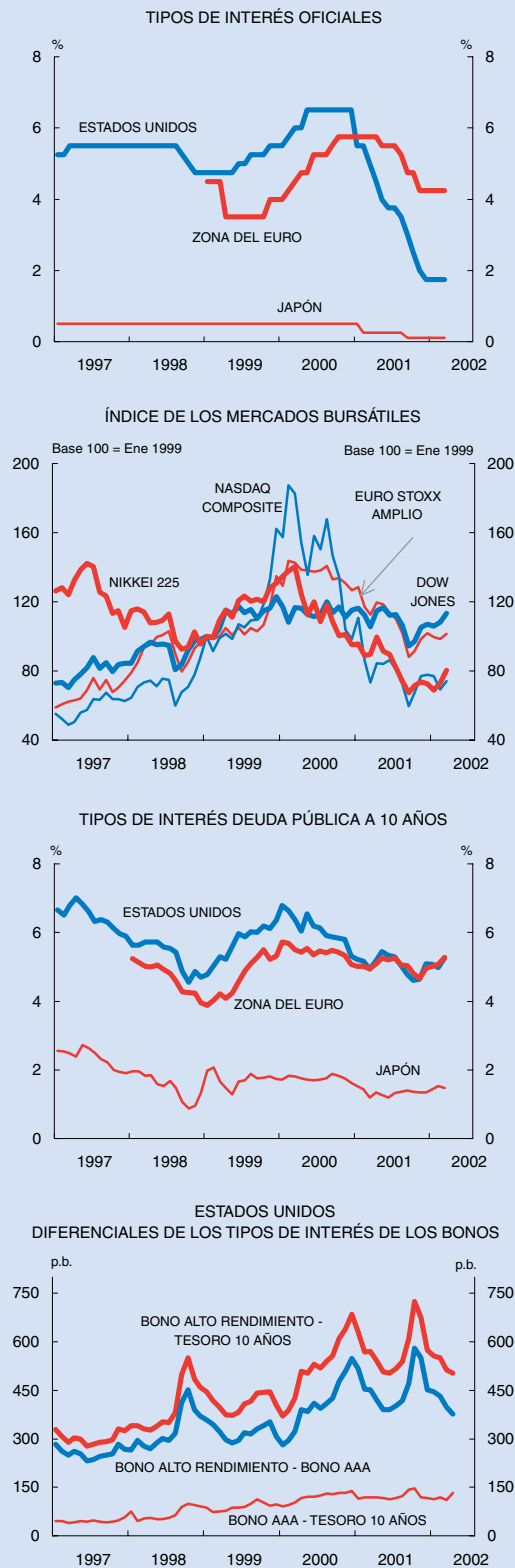
	Jun 1989 a Sep 1993	Ene a Dic 2002
Reducción total (pb.)	675	475
Recorrido (%)	9,75 - 3	6,5 - 1,75
Número de recortes	24	11
De los cuales de 50 pb	3	8
Ritmo mensual (pb)	15,69	39,58
Máxima reduc. mensual (pb)	50	100

(a) Tipo de interés objetivo de los fondos federales.  
(b) Como referencia se toma el período total de recorte de tipos.

(1) Véase el capítulo III del World Economic Outlook del FMI (abril 2002), «Recessions and Recoveries».

GRÁFICO II.5

### Economía internacional Tipos de interés y evolución bursátil

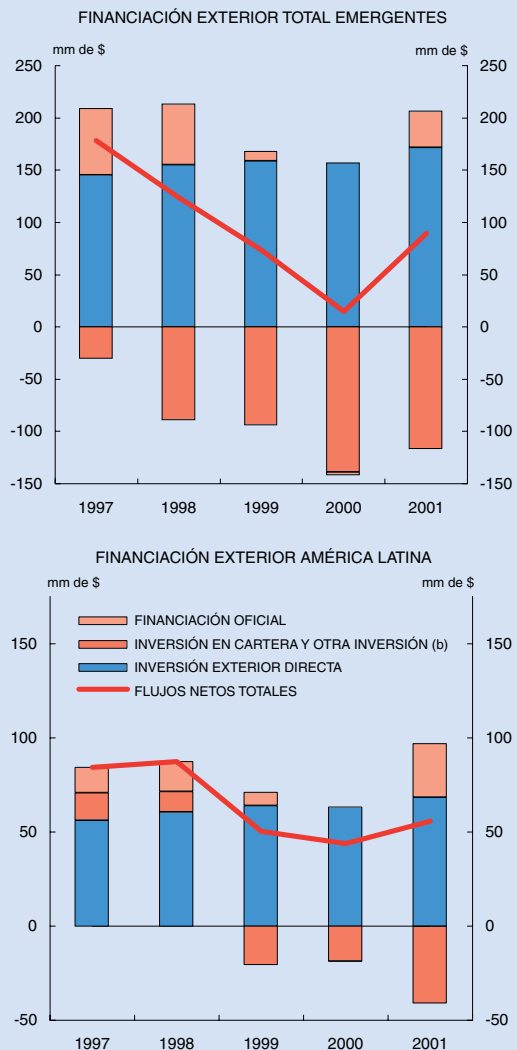


Fuentes: Banco de España y Bloomberg.

(a) Los datos de los bonos privados son de empresas industriales con calificación AAA de Standard and Poor's y un agregado de bonos de alto rendimiento con calificación B2 y vencimiento a 10 años.

GRÁFICO II.6

### Mercados emergentes. Financiación exterior (a)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

(a) Flujos netos totales de capital, en miles de millones de dólares.  
(b) Incluye los préstamos bancarios.

nómica, los ataques del 11 de septiembre indujeron dudas adicionales y un fuerte descenso de la confianza. Como consecuencia del fondo de debilidad de la economía, acentuado por los sucesos de septiembre, en el tercer trimestre se registró una variación negativa del PIB del -1,3% en tasa trimestral anualizada. Sin embargo, el impacto de los ataques fue menos intenso y duradero de lo temido, como atestigua la recuperación en el cuarto trimestre, hasta alcanzar un incremento del 1,7%.

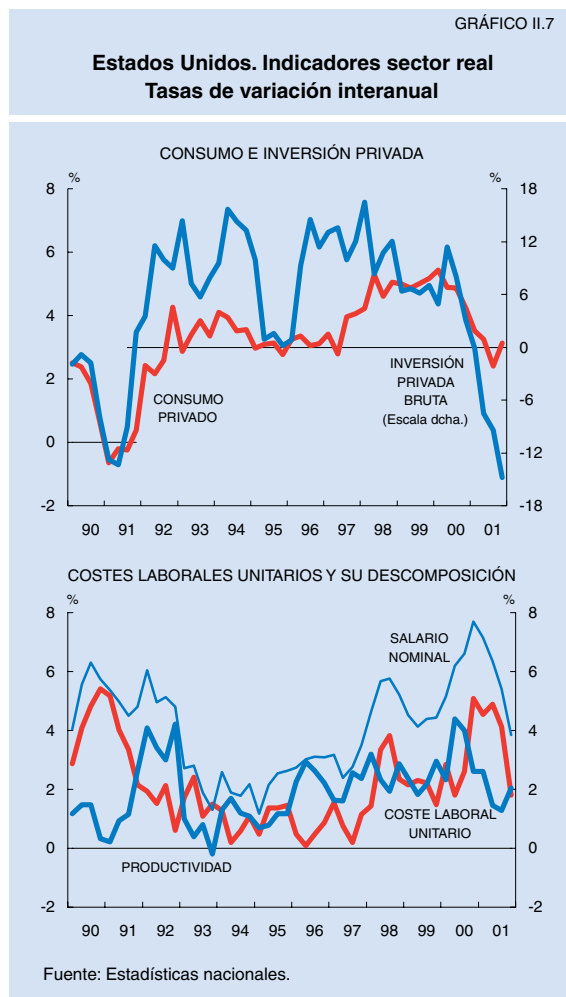
La respuesta de la política monetaria a la desaceleración fue rápida y contundente desde principios de año, y se tradujo en un descenso de los tipos objetivo de la Reserva Federal desde el 6,5% en

enero al 3% en agosto. El tono expansivo de la política monetaria se reforzó tras el 11 de septiembre, cuando la Reserva Federal efectuó una generosa inyección de liquidez en un primer momento y siguió rebajando los tipos de interés oficiales hasta el 1,75%, nivel mínimo en los últimos cuarenta años.

La actuación de la Reserva Federal en esta parte descendente del ciclo contrasta con su comportamiento más gradual en otros episodios previos, especialmente en lo que se refiere a la rapidez con que se llevó a cabo la reducción de los tipos de interés. Entre las posibles explicaciones a este comportamiento más agresivo de las autoridades monetarias podría estar, en un primer momento, el temor a una excesiva corrección bursátil y su impacto adverso sobre la delicada situación financiera de empresas y familias y, en fin, sobre la actividad económica y, posteriormente, el riesgo de desmoronamiento de la confianza tras los ataques. Todo ello transcurrió en un clima de evolución favorable de los precios de producción, los salarios y los costes laborales unitarios, que al reflejar una situación relativamente tranquilizadora en el frente de la inflación favoreció el tono expansivo de la política monetaria norteamericana durante el pasado año.

La política fiscal había ya introducido estímulos a la actividad antes del 11 de septiembre, a partir de los nuevos planes de la administración Bush, centrados en recortar los impuestos, aunque también se contemplaban ciertos aumentos del gasto. A raíz de los ataques se intensificó esta orientación, con ayudas de emergencia a los sectores más afectados. Los efectos cíclicos de la recesión sobre los ingresos y los gastos, el plan de emergencia para superar las consecuencias más inmediatas de los ataques y el aumento del gasto militar en Afganistán llevaron a una caída sustancial del superávit presupuestario en 2001, que fue de 127 mm de \$, frente a los 275 mm de \$ previstos inicialmente y los 236 mm de \$ del año precedente.

Tal como se ha señalado anteriormente, los datos preliminares del cuarto trimestre de 2001 y los indicadores disponibles en los primeros meses del presente año señalan que la caída del ritmo de actividad ha sido más suave de lo que, en principio, se vaticinaba y que la economía estaría inmersa ya en un proceso de recuperación cuya intensidad y duración aún es pronto para calibrar. En particular, parece necesaria cierta cautela a la hora de juzgar la fortaleza de la recuperación, pues, más allá del impulso inicial que vendría ligado a la conclusión del



proceso de ajuste de inventarios, es necesario que los principales componentes de la demanda contribuyan a consolidarla.

En este sentido, es dudoso que el consumo tenga la capacidad de impulsar crecimientos significativos del producto, precisamente por haberse mantenido relativamente alto durante la fase de desaceleración y porque el probable incremento del coste del endeudamiento de las familias a lo largo del presente año podría limitar sus posibilidades de expansión. De este modo, la inversión privada, que fue el componente clave en la reducción del ritmo de actividad, debería serlo también en la salida de la crisis. Sin embargo, el exceso de capacidad instalada y las incertidumbres que planean sobre la evolución futura de los beneficios empresariales —agravados tras los problemas recientes de algunas grandes empresas como Enron— podrían limitar su vigor. De ahí que el comportamiento de los beneficios empresariales sea determinante para el crecimiento futuro de la inversión y, en consecuencia, para la sostenibilidad de la recuperación.

### 11.2.2. Japón

En Japón, tras la breve recuperación de la actividad habida en 2000, cuando se alcanzó un crecimiento del PIB del 2,2%, este cayó a un ritmo del 0,4% en 2001. De hecho, la economía japonesa volvió a entrar en recesión técnica en el tercer trimestre de 2001, por segunda vez en tres años y por tercera vez en la última década, lo que refleja un profundo estancamiento, sin que se hayan solucionado los graves problemas estructurales, en particular del sector bancario, y mientras las políticas económicas se muestran incapaces de impulsar una recuperación. La depresión de la actividad ha venido acompañada por una deflación que se ha materializado en caídas medias anuales de los precios de consumo del 0,7% en estos dos últimos años.

La recaída de la economía japonesa fue debida principalmente a la debilidad de la demanda externa, que incidió de forma particular sobre los productos de los sectores relacionados con las telecomunicaciones y la informática. Ello dio lugar al mayor descenso en la producción industrial observado desde los años setenta y repercutió muy adversamente sobre la demanda interna, a través del aumento en el desempleo. Las exportaciones de bienes y servicios se desplomaron a un ritmo del -6,6%, después de haber crecido un 12,4% en 2000, si bien a finales del pasado año se suavizó el ritmo de caída gracias a la depreciación del yen. Las importaciones de bienes y servicios experimentaron asimismo un progresivo deterioro, aunque menor que el de las exportaciones, con una reducción del 0,6%, frente a un aumento del 9,6% en 2000. En consecuencia, el superávit comercial experimentó la mayor reducción desde los años setenta.

Por otra parte, el crecimiento de la demanda interna fue prácticamente nulo en el conjunto del año. El consumo privado se mantuvo estancado, lastrado por el aumento del desempleo y la caída de la renta disponible, mientras que la inversión privada se mostró algo más dinámica, si bien estuvo fuertemente limitada por las desfavorable perspectivas económicas y por las dificultades del sistema bancario para conceder créditos. La recesión y el avance en los procesos de reestructuración empresarial provocaron una sostenida reducción del empleo desde mediados de año y una continua escalada de la tasa de paro, que alcanzó a finales del año un 5,6%, la cifra más elevada registrada por la economía japonesa en las últimas cuatro décadas. A consecuencia del deterioro de la economía y de la caída del precio de las materias primas, las presiones de-

flacionistas se intensificaron a partir del segundo trimestre, hasta situar la tasa de crecimiento de los precios de consumo en el -1,2% en diciembre.

En este entorno deflacionista y recesivo, la eficacia de las políticas monetarias y fiscales fue muy débil, dado el poco margen de maniobra existente, con los tipos de interés a corto plazo muy próximos a cero y una deuda pública situada por encima del 140% del PIB, como resultado de las políticas fiscales fuertemente expansivas llevadas a cabo en la última década. El mayor elemento de estímulo fue la depreciación del yen frente al dólar, que alcanzó un 10% en los últimos meses del año.

A pesar del estrecho margen de maniobra existente, el Banco de Japón intentó intensificar el tono expansivo de su política monetaria desde marzo del pasado año a través de una estrategia basada en el establecimiento de objetivos expansivos para las reservas bancarias. Sin embargo, ello no logró impulsar el crédito privado ni la actividad económica, a causa del bloqueo del mecanismo de transmisión de la política monetaria, entorpecido por los problemas del sistema bancario. Por otra parte, el elevado endeudamiento público llevó al gobierno a presentar un presupuesto para el ejercicio fiscal 2002-2003 más restrictivo que el de años anteriores, con una reducción del gasto público del 1,7%. No obstante, se espera que el déficit siga manteniéndose en niveles del 8,7% del PIB, debido principalmente a la caída de los ingresos.

Por último, los planes reformistas de la nueva administración apenas se concretaron, salvo por la intención de controlar las cuentas públicas a medio plazo. El retraso en llevar a cabo las necesarias reformas del sistema financiero y, en particular, de la banca ha empeorado su delicada situación, acentuada por la caída en el precio de las acciones bancarias, que no ha reaccionado a la reciente mejora en el resto del mercado bursátil nipón (véase gráfico 11.8), y por el aumento de la morosidad como consecuencia de la recesión. Todo ello da lugar a una justificada preocupación por las posibles consecuencias sistémicas que para el sector financiero global puedan derivarse del empeoramiento de esta situación.

### 11.2.3. Otras economías desarrolladas

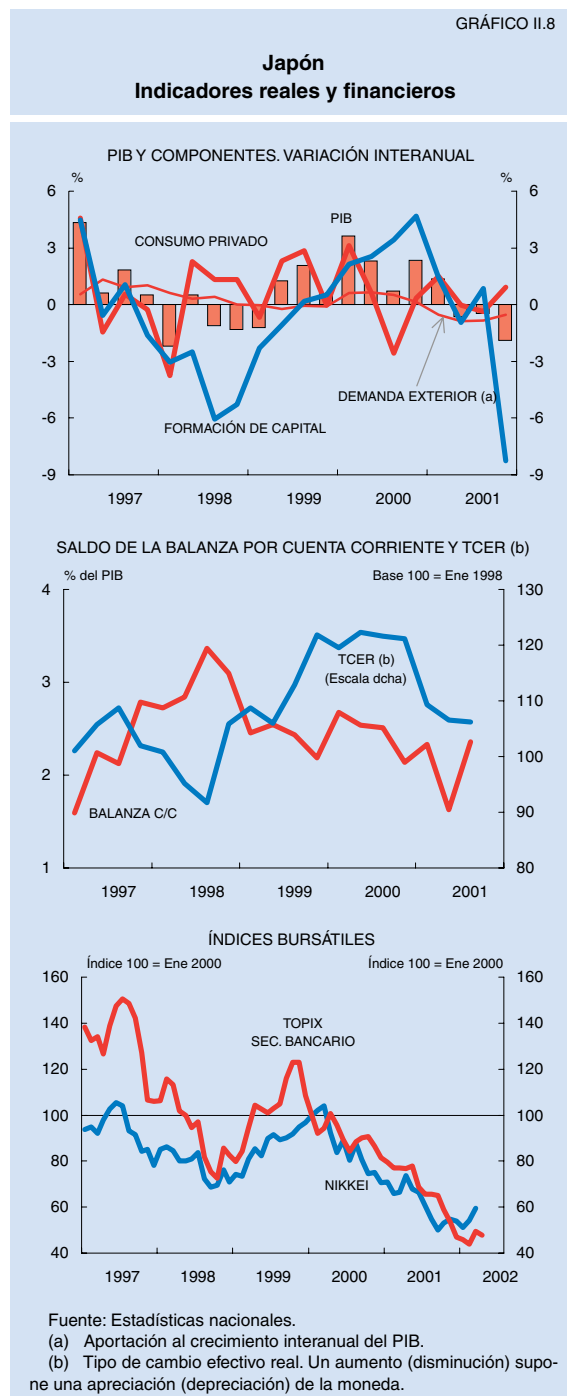
Dentro de los países de la UE no pertenecientes al área del euro, la economía del Reino Unido se desaceleró gradualmente durante el año 2001, hasta al-



canzar un crecimiento del 2,2%, inferior al 3% de 2000, pero superior al de la mayoría de los países industrializados. La resistencia mostrada por la economía británica se debe fundamentalmente al empuje del consumo privado, que creció en el año un 3,9%, similar al del ejercicio precedente, impulsado por las elevadas ganancias salariales de años anteriores, los recortes de tipos de interés, los fuertes incrementos en los precios de los inmuebles y el bajo nivel de desempleo. La fortaleza del consumo privado compensó parcialmente tanto la brusca desaceleración de la inversión, que creció un 0,1% en el año, frente al 3,9% en 2000, como la aportación negativa de la demanda exterior, derivada de la desaceleración global y de la fortaleza de la libra esterlina respecto al euro. La conjunción de un sector manufacturero en recesión y un sector servicios en auge propició el aumento del déficit comercial. La inflación se mantuvo en niveles moderados durante el año, aunque experimentó ligeros repuntes durante sus meses centrales. Posteriormente, la caída adicional de los precios de la energía y cierta moderación en los aumentos salariales hicieron descender la tasa de inflación hasta el 1,9% en diciembre, si bien la inflación subyacente, sin alimentos ni energía, se mantuvo desde mediados del año por encima del 2,5%.

El Banco de Inglaterra recortó en 200 puntos básicos el tipo de interés oficial, hasta situarlo en el 4%. Inicialmente, fue bajando el tipo hasta acumular 100 puntos en el periodo enero-agosto, a raíz de las señales cada vez más perceptibles de desaceleración económica, y otros 100 tras los ataques del 11 de septiembre, en un entorno de bajadas generalizadas de tipos por parte de otros bancos centrales. A su vez, el superávit del sector público se redujo hasta el 0,4% del PIB, frente al 4,4% en 2000, debido a los incrementos en el gasto y la inversión públicos, para mejorar la infraestructura y los servicios públicos, y a un recorte en los ingresos, como consecuencia de la desaceleración económica.

Los otros dos países de la UE que no son miembros del área del euro, Suecia y Dinamarca, también sufrieron las consecuencias de la desaceleración global y sus tasas de crecimiento en 2001 se redujeron hasta el 1,2% y el 0,9%, frente al 3,6% y 3% del año 2000, respectivamente. No solo fue la demanda externa el principal factor causante de la desaceleración, arrastrada en buena parte por la crisis del sector de nuevas tecnologías, sino que la demanda interna también se mostró muy débil en ambos países. Pese a la ligera disminución de los superávits presupuestarios respecto a los de 2000, las finanzas públicas siguieron



en buen estado (superávit del 4,7% y 1,7%, respectivamente). La tasa de inflación en Suecia se situó a finales de año por encima del objetivo del Riksbank, impulsada por la depreciación de la corona.

## II.3. LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

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

El proceso de adhesión a la Unión Europea de los países del centro y este de Europa recibió un

## La crisis argentina en perspectiva

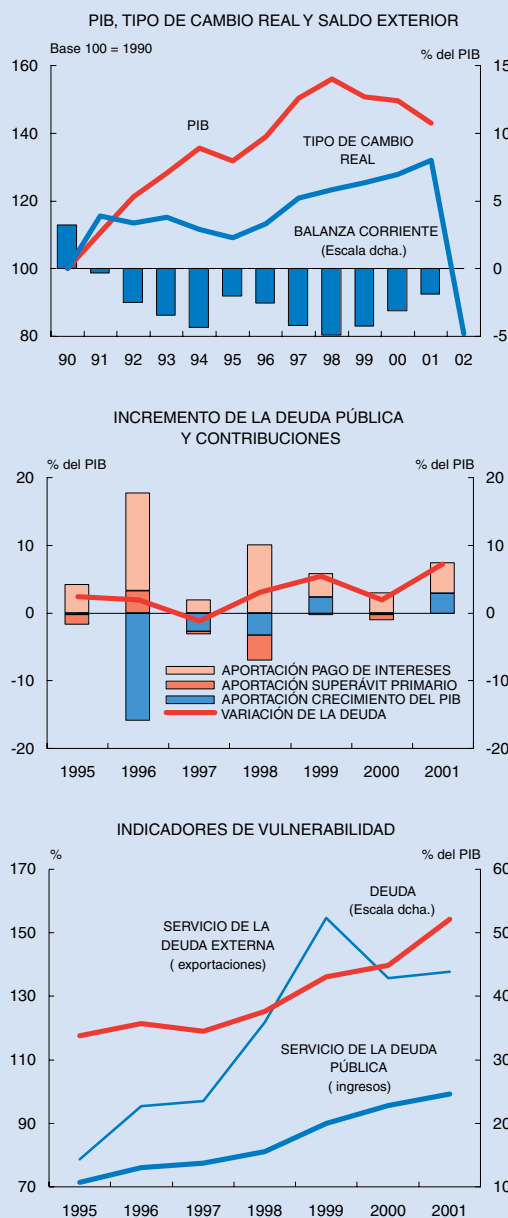
Tras más de un decenio de vigencia, Argentina abandonó abruptamente el régimen de convertibilidad (*currency board*) y decretó la suspensión de pagos sobre su deuda externa a finales de 2001. Durante buena parte de la década el modelo argentino, basado en la liberalización de la economía, la integración comercial y la estabilidad monetaria y cambiaria, había permitido mantener un alto ritmo de crecimiento con estabilidad de precios. Sin embargo, desde 1999 la economía entró en una profunda recesión, que desembocó en problemas de insostenibilidad fiscal y falta de credibilidad de la convertibilidad cada vez más agudos, que sucesivos planes de los gobiernos no fueron capaces de superar. En cualquier caso, la experiencia argentina ha mostrado que, en el largo plazo, el mantenimiento de un régimen monetario tan rígido requiere un elevado grado de disciplina en las finanzas públicas y de flexibilidad de la economía, requisitos ambos que no cumplía la economía argentina.

En 1989, los efectos de la hiperinflación, causada por la financiación monetaria de crecientes déficit públicos, sembraron el terreno para adoptar un giro radical en el rumbo económico por parte de la nueva administración. En 1991 se instauró, por ley, la paridad entre el peso y el dólar, avalada por un régimen de convertibilidad que obligaba a respaldar la emisión de moneda con reservas exteriores. La renuncia a una política monetaria propia y el deseo de financiar ortodoxamente los desequilibrios fiscales pretendían dotar de un ancla creíble a la nueva estrategia económica y eliminar las expectativas inflacionistas, objetivos que se lograron inicialmente. Además, el período 1991-94 se caracterizó por el inicio del programa de privatizaciones, la desregulación parcial de la economía y el impulso a la apertura comercial a través de la creación, en 1991, de MERCOSUR, aunque en el ámbito fiscal y en algunas reformas estructurales no se avanzó al mismo ritmo.

Tras unos años de expansión, la trayectoria de crecimiento se quebró transitoriamente en 1995, debido al contagio financiero de la crisis mejicana. Sin embargo, la crisis de liquidez bancaria que se produjo fue solventada con éxito, a pesar de la ausencia —inherente al régimen de convertibilidad— de un prestamista de última instancia tradicional, y el régimen cambiario y el sistema bancario salieron fortalecidos de este episodio. La recuperación de las entradas de capitales externos (especialmente inversión directa), junto con el impulso al comercio exterior que supuso el Plan Real brasileño, fueron los pilares del sucesivo ciclo expansivo.

La segunda parte de la década (1995-1999) se inició con un elevado crecimiento económico, acompañado de un abundante influjo de capitales y una mejora en las condiciones de financiación exterior. La relajación de la restricción exterior y los elevados ingresos por privatizaciones favorecieron, sin embargo, un excesivo incremento del gasto público, tanto central como provincial. Esta etapa tampoco fue aprovechada para llevar a cabo las reformas pendientes —fiscal y laboral, principalmente—, que incrementarían la flexibilidad de la economía y reducirían su vulnerabilidad ante perturbaciones negativas, como las que se sucedieron en los años posteriores. La deuda pública experimentó un fuerte aumento entre 1997 y 1999, al que contribuyeron, además de la laxitud fiscal, el incremento de los diferenciales (*spreads*) derivado de las crisis que se venían produciendo en otros países emergentes (Sudeste Asiático y Rusia), y los crecientes costes a corto plazo ligados a la transición a un sistema de pensiones de capitalización. Todos estos

## Argentina. Indicadores reales y determinantes de la evolución de la deuda pública



Fuentes: FMI, estadísticas nacionales y Banco de España.



# La crisis argentina en perspectiva (continuación)

factores situaron a la deuda pública en una deriva peligrosa, que solo el robusto crecimiento del producto en estos años permitió compensar.

En estas circunstancias, la fuerte devaluación del real brasileño en enero de 1999 marcó un punto de inflexión definitivo para Argentina. Hasta entonces la falta de competitividad latente de la economía argentina, resultante de la conjunción del régimen de convertibilidad con una excesiva rigidez en el mercado laboral y un insuficiente proceso en la reestructuración empresarial, había estado, en cierto modo, enmascarada por el dinamismo de la actividad. Sin embargo, la depreciación del real, junto con el empeoramiento de la relación real de intercambio derivado de la caída de los precios de las materias primas y la fortaleza del dólar, hizo aflorar estos problemas de competitividad y sumió a la economía en una profunda recesión, acompañada por una deflación de precios. Descartada en aquel momento una devaluación, por los elevados costes que las autoridades consideraban que hubiera infligido a una economía altamente dolarizada, el ajuste exigía una fuerte contracción de los salarios reales. Pero la deflación que acompañó a la recesión dificultaba extremadamente este mecanismo, en un contexto de rigideces en los salarios nominales, a la vez que se encarecían los costes financieros y se deterioraban las perspectivas de rentabilidad de las inversiones.

En medio de la recesión, las vulnerabilidades de fondo en Argentina comenzaron a salir a la superficie y los problemas de financiación externa a hacerse patentes. El servicio de la deuda representaba una parte muy elevada y creciente de los ingresos fiscales (dada la endeble base impositiva) y de las exportaciones (dado el escaso grado de apertura). Ante el agotamiento de la financiación externa, se recurrió crecientemente a los agentes domésticos para financiar al estado. A final de 1999, el nuevo gobierno de coalición intentó instrumentar un fuerte ajuste fiscal, avalado por el FMI.

Mientras tanto, las provincias sacaban partido de su fuerte posición política y seguían sin controlar su gasto. La restricción fiscal, que se centró más en incrementar la recaudación que en recortes del gasto, no hizo sino agravar la situación recesiva, pero la fuerte expansión de la demanda exterior permitió mitigar transitoriamente sus efectos. En la segunda mitad de 2000, el ciclo alcista mundial dio síntomas de desfallecimiento, se produjo un movimiento global de huida hacia la calidad en los mercados financieros, que perjudicó notablemente a los mercados emergentes y, como consecuencia de ello, la actividad económica en Argentina sufrió una nueva contracción, haciendo peligrar los objetivos fiscales en un contexto en el que la restricción financiera externa se hacía cada vez más evidente.

En esta coyuntura, una crisis política en el gobierno, provocada por la dimisión del vicepresidente en octubre de 2000, abrió el largo proceso de involución económica que se extendió a lo largo de 2001. Tras muchas dificultades financieras, la aprobación de un sustancial paquete de ayuda del FMI en enero pareció conjurar el peligro, pero solo dos meses después los problemas se reprodujeron con la dimisión en el espacio de tres semanas de dos ministros de Economía, lo que acabó cortando el acceso a los mercados exteriores de capitales. Se intentaron diversos cambios de rumbo en la política económica, con el énfasis bien en la reactivación de la economía, bien en la disciplina fiscal, con el objetivo de preservar, en todo caso, la convertibilidad y recuperar la confianza interna y externa. Pero la credibilidad continuó cayendo, los *spreads* soberanos siguieron ampliándose y la recesión se hizo cada vez más aguda. Los errores de política económica y el excesivo activismo agravaron esta situación, y cada vez fue haciéndose más evidente que la situación era insostenible.

Al mismo tiempo, las sólidas bases sobre las que se apoyaba el sistema financiero argentino se iban erosionando: por un lado, la incertidumbre económica generó un continuo trasvase hacia efectivo y depósitos en dólares que, bajo el régimen de convertibilidad, indujo una notoria caída de reservas y, consecuentemente, una fuerte contracción de la liquidez; por otro lado, los intentos de dotar de liquidez al sistema a través del banco central minaban las bases de la convertibilidad; por último, el recurso cada vez más frecuente al sistema financiero doméstico para cubrir las necesidades de financiación de la nación (a través de canjes de deuda voluntarios y otros mecanismos) iba deteriorando la fortaleza de su balance. Tras un nuevo paquete del FMI en septiembre se adoptaron una serie de medidas muy restrictivas, y hasta cierto punto desesperadas, como la ley de déficit cero y un último canje de deuda doméstica en noviembre. Ante el reiterado incumplimiento de los objetivos fiscales, la decisión del FMI de suspender los desembolsos previstos en diciembre y la restricción a la retirada de depósitos —el corralito— para evitar un pánico financiero precipitaron los acontecimientos, que concluyeron con la dimisión de dos presidentes, el abandono del régimen cambiario y la suspensión de pagos exteriores en las navidades de 2001.

La convertibilidad permitió acabar con las hiperinflaciones tradicionales en Argentina y, junto con el proceso de liberalización y reformas, sentó las bases del elevado crecimiento de que disfrutó este país en la primera mitad de los noventa. Sin embargo, la insuficiencia, falta de profundidad y discontinuidad de las reformas, la ausencia de disciplina fiscal, junto con una serie de perturbaciones externas, abocaron al país a una profunda recesión. La pérdida de confianza internacional y el intento de mantener la convertibilidad sobre cualquier otra consideración acabó por suponer el sacrificio del sistema financiero y el quebranto de los derechos de propiedad. Estos elementos, que constituyen dos de las bases fundamentales sobre las que se asienta el funcionamiento de una economía de mercado, requerirán un dilatado y complejo proceso para su reconstrucción.

notable impulso en 2001. Así, el ECOFIN celebrado en Goteborg en junio fijó un calendario de intenciones según el cual un grupo de 10 países —integrado por Polonia, Hungría, la República Checa, Eslovaquia, Eslovenia, Lituania, Letonia, Estonia, Malta y Chipre— podrían culminar las negociaciones de adhesión a finales de 2002, de manera que pudieran participar en las elecciones al Parlamento Europeo en 2004. Para Bulgaria, Rumanía y Turquía se contemplan plazos más amplios.

A lo largo del pasado año, la evolución de las economías de estos países siguió la senda de desaceleración global, aunque de forma más atenuada que en otras regiones emergentes. El crecimiento del producto fue, por término medio, del 3,1% (excluyendo a Turquía), frente al 1,5% de la zona del euro. Casi todos estos países intensificaron el proceso de reformas estructurales, a la vez que avanzaron en el objetivo de reducir el diferencial de inflación respecto a la zona del euro, ayudados por la caída en los precios de las materias primas. Así, la tasa de inflación disminuyó por término medio, hasta alcanzar el 6% (excluyendo a Turquía) a finales de 2001, al tiempo que descendieron también los tipos de interés a largo plazo.

Las políticas fiscales fueron expansivas en un buen número de países, como respuesta a la desaceleración de la demanda externa, con la consecuencia de mayores y, en algunos casos, preocupantes déficit públicos. La mayoría de las monedas de estos países se apreciaron respecto al euro a lo largo del año o se mantuvieron estables en el caso de los países con regímenes de cambio fijo. Respecto a las modificaciones en los regímenes cambiarios, ha sido significativo el abandono por Hungría, en octubre de 2001, de la banda deslizante (*crawling peg*), relativamente estrecha, que mantenía, y su sustitución por un tipo de cambio central frente al euro con bandas de fluctuación del  $\pm 15\%$ , que presenta semejanzas con el Mecanismo de Cambios-II. También a principios de 2002, Lituania sustituyó su régimen de convertibilidad (*currency board*) frente al dólar por otro frente al euro.

El perfil de reducción del ritmo de actividad económica fue más o menos común en los países más avanzados de la región, con la destacable excepción de Polonia, el de mayor dimensión. Hungría, la República Checa, Eslovaquia y Eslovenia sufrieron el impacto del menor crecimiento de los países de la Unión Europea, que incidió adversa-

mente sobre la producción industrial, pero la demanda interna se mostró resistente, apoyada por políticas fiscales y monetarias expansivas. Aunque el crecimiento del producto se moderó respecto al año anterior en la mayoría de los países, aún alcanzó tasas de entre el 3% y 4%. En el lado negativo, los déficit públicos y por cuenta corriente se mantuvieron en niveles muy elevados, en general. En Polonia, la combinación de políticas fiscales expansivas y políticas monetarias restrictivas se reflejó en elevados tipos de interés reales, que afectaron a la inversión privada y al empleo y redujeron el crecimiento del PIB al 1,1% en 2001, frente al 4,1% de 2000. Recientemente, con una mayor disciplina fiscal y un descenso gradual en los tipos de interés, se está empezando a corregir esta situación. Los tres países bálticos, Bulgaria y Rumanía experimentaron tasas de crecimiento superiores al resto, por encima del 4%, e incluso, en algún caso, superiores a las del año anterior. Rumanía, en particular, alcanzó un crecimiento del 5,3%, frente al 1,8% de 2000, gracias a la fortaleza de sus exportaciones y de su producción industrial.

Turquía, tras la crisis financiera que sufrió en febrero del pasado año, que obligó a la flotación de la lira, no consiguió en un primer momento los resultados esperados, a pesar de las ayudas financieras concedidas por el FMI, del ambicioso programa elaborado por esta institución, adoptado en mayo, y de los esfuerzos por cumplir escrupulosamente el programa en términos de recortes fiscales y de control monetario. Turquía sufrió la peor recesión en más de cincuenta años y su PIB cayó un 7,4% en 2001, mientras que la inflación y los tipos de interés llegaron a situarse por encima del 65% y 75%, respectivamente. En los últimos meses del año, con la expectativa de un nuevo paquete de ayuda del FMI, las variables financieras mejoraron notablemente. Así, la lira turca, tras perder un 60% de su valor en lo que iba de año, se apreció más de un 20% entre octubre y diciembre, período en el que también se recuperó la bolsa un 60% y cayeron los diferenciales de deuda soberana en 200 puntos básicos. A primeros de febrero de este año, el FMI ha aprobado la concesión de un nuevo préstamo a Turquía.

### II.3.2. América Latina

Tras el elevado crecimiento económico alcanzado en la región en 2000, las perspectivas iniciales para el año 2001 contemplaban una ligera modera-

ción del ritmo de actividad. Sin embargo, este relativo optimismo se vio pronto ensombrecido por la profundidad de la desaceleración global, la mayor cautela de los mercados financieros internacionales hacia los países emergentes (véase gráfico II.9), la negativa evolución de los precios de las materias primas y la acumulación creciente de problemas en Argentina. En consecuencia, el crecimiento en la región se redujo drásticamente en 2001, hasta un 0,6%, desde el 4% del año precedente. Aunque este resultado está lastrado por la profunda recesión en Argentina —que ya ha entrado en su cuarto año y se reflejó en una caída del PIB estimada del 3,7% en 2001—, otros países también mostraron tasas negativas de crecimiento. Destaca el caso de México, que pasó de crecer casi un 7% en el año 2000 a caer un 0,3% el año pasado, arrastrado por la desaceleración en Estados Unidos, a pesar de lo cual mejoró considerablemente su percepción por parte de los mercados financieros internacionales.

La debilidad de la demanda exterior y la corrección del precio de las materias primas afectaron negativamente a los flujos comerciales en la región, que cayeron un 1% en términos de valor, pero no se observó un deterioro generalizado de las balanzas comerciales, debido a la simultánea desaceleración de las importaciones. Así, los saldos por cuenta corriente se mantuvieron estables, en torno al -3% del PIB.

Las dificultades de la economía argentina, que se describen con más detalle en el recuadro II.2, se fueron agudizando a medida que transcurría el año. Tras numerosos intentos fallidos de restablecer la confianza, con planes económicos de diverso signo y sucesivos canjes de deuda para intentar disminuir la presión sobre las finanzas públicas, hacia el final del año se desató una grave crisis social, política y económica, que obligó, finalmente, a suspender el pago de la deuda externa y a abandonar el régimen de tipo de cambio fijo (convertibilidad) vigente desde 1991.

La crisis argentina tuvo un impacto diferenciado sobre el resto de los países latinoamericanos y, en todo caso, decreciente a lo largo del año. Durante el largo período de gestación de la crisis, en los últimos meses de 2000 y en el transcurso de 2001, se hizo patente que los mercados financieros establecían una clara diferencia entre los principales países del área. De este modo, México apenas se vio afectado, mientras que Brasil y, en menor medida, Chile experimentaron tensiones al compás del deterioro de la situa-

GRÁFICO II.9

## Economías emergentes: indicadores financieros



Fuentes: Banco de España, JP Morgan, Bloomberg.

(a) Base 100 enero de 1997. Ponderación con PIB en PPA de los países indicados.

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

(c) China, Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán.

(d) Letonia, Lituania, Estonia, Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.

(e) Un aumento del índice es una pérdida de competitividad.

ción en Argentina, que se manifestaron en los tipos de cambio y, en Brasil, también en los diferenciales de la deuda. En otros países más pequeños de la región el impacto fue variable, aunque decreciente.

En Brasil, las elevadas necesidades de financiación externa, la sensibilidad de las cuentas públicas a la evolución del tipo de cambio a través del aumento en los pagos de intereses de la deuda y la grave crisis energética alimentaron una percepción de vulnerabilidad que situó su economía en una coyuntura delicada en la primera mitad del año. Sin embargo, la decidida respuesta de las autoridades, que adoptaron unas políticas monetarias y fiscales prudentes y orientadas a salvaguardar la estabilidad macroeconómica, facilitó el retorno de la confianza en la segunda parte del ejercicio. Todo ello se reflejó en una apreciación del tipo de cambio y en una disminución de los diferenciales de la deuda en los meses finales del año.

Para el conjunto de Latinoamérica, su progresiva diferenciación respecto de la situación en Argentina es señal de que los mercados financieros internacionales valoran los esfuerzos realizados por la mayoría de los países de la región en los últimos años para dotarse de un marco de estabilidad y favorecedor de un crecimiento sostenible, al tiempo que revela la mayor capacidad de discriminación de los participantes en estos mercados, los cuales, en todo caso, tuvieron tiempo para cubrir sus posiciones con antelación, dada la larga duración de la crisis. Además, el respaldo a algunos de estos países con políticas más sólidas, como Brasil, por parte de los organismos multilaterales, contribuyó también al restablecimiento de la confianza. Ello permitió que, cuando la crisis argentina entró en su fase más aguda, a finales de 2001, el impacto sobre el resto de la región fuera bastante limitado, a excepción de Uruguay, dados sus estrechos lazos comerciales y financieros con Argentina. La reciente crisis social, política y económica de Venezuela es imputable en gran medida a sus problemas internos. En el último trimestre del pasado año y en los primeros meses de 2002, las condiciones de financiación exterior se han relajado sustancialmente para el resto de los países de la región.

Es destacable el caso de Méjico, que, a pesar de haber sido el país más negativamente afectado por la recesión en Estados Unidos, ha recibido el respaldo de los mercados financieros internacionales. Este respaldo propició que el tipo de cambio del peso

mejicano se mantuviese fuerte y que los diferenciales de la deuda pública se hayan estrechado respecto a sus equivalentes en Estados Unidos. Además, este país ha recibido recientemente la calificación de grado de inversión por parte de las principales agencias de evaluación crediticia, lo que consolida sus buenas perspectivas financieras.

No obstante, el menor atractivo de la región en su conjunto para los inversores extranjeros durante buena parte del año se tradujo en unas entradas netas de capitales privados modestas, un 40% más bajas que las del año anterior. Sin embargo, aquellas se vieron compensadas por las cuantiosas entradas de capitales oficiales, de manera que los flujos netos totales experimentaron un ligero aumento. Los flujos de inversión directa se mantuvieron en niveles aceptables —aunque una parte significativa es imputable a una sola operación de un banco norteamericano en Méjico—, pero el resto de flujos netos privados presentaron un balance negativo, especialmente los préstamos bancarios internacionales (véase gráfico II.6).

A pesar de las dificultades de Argentina, en el conjunto de la región se siguieron registrando avances en términos de estabilidad macroeconómica. Así, la inflación del área se redujo en más de un punto respecto al año 2000, hasta situarse en un 5,8%, y se cumplieron, por lo general, las metas de inflación establecidas. La desaceleración económica y la caída de los precios en las materias primas ayudaron a contener las presiones inflacionistas, y —a pesar de las fuertes depreciaciones de los tipos de cambio en países como Chile o Colombia— la transmisión del tipo de cambio a precios fue muy limitada, lo que permitió reducir los tipos de interés. Solo en Brasil, donde la depreciación del real fue especialmente acusada durante la primera parte del año, la autoridad monetaria se vio obligada a elevar temporalmente los tipos de interés, a pesar de lo cual no se cumplió el objetivo de inflación. En cualquier caso, estos resultados reforzaron, en conjunto, la credibilidad de los regímenes monetarios basados en el establecimiento de objetivos directos de inflación adoptados en los últimos años por numerosos países de la región, mientras que se redujo el número de países con regímenes de tipo de cambio fijo o semifijo, tras el abandono de la convertibilidad en Argentina y la flotación del bolívar venezolano, a principios de 2002. Estos regímenes solo siguen vigentes en algunas economías relativamente más pequeñas, que en general han optado por dolarizar.

## La prociclicidad de la política fiscal en América Latina

En las economías latinoamericanas, el papel estabilizador de la política fiscal se ha visto tradicionalmente obstaculizado por la falta de disciplina presupuestaria del sector público, reflejada en la relajación del control del gasto durante las fases expansivas del ciclo. A su vez, las coyunturas recesivas se solían traducir en ampliaciones tanto del desequilibrio fiscal, a raíz de la carencia de los ingresos y de la rigidez a la baja del gasto público, como del desequilibrio exterior, lo que llevaba a la adopción de severos programas de ajuste fiscal, que tendían a deprimir aún más el nivel de actividad. Como consecuencia, la política fiscal en América Latina ha sido tradicionalmente procíclica y no ha desempeñado eficazmente un papel estabilizador (1). Durante la década de los noventa, los planes de reforma y estabilización macroeconómica incluyeron reformas fiscales, que tenían como objetivos sanear las finanzas públicas mediante el fortalecimiento de los sistemas impositivos y la racionalización del gasto, facilitar el acceso a los mercados internacionales de capitales, gracias a la reducción del riesgo soberano, y posibilitar, en fin, la adopción de políticas fiscales estabilizadoras.

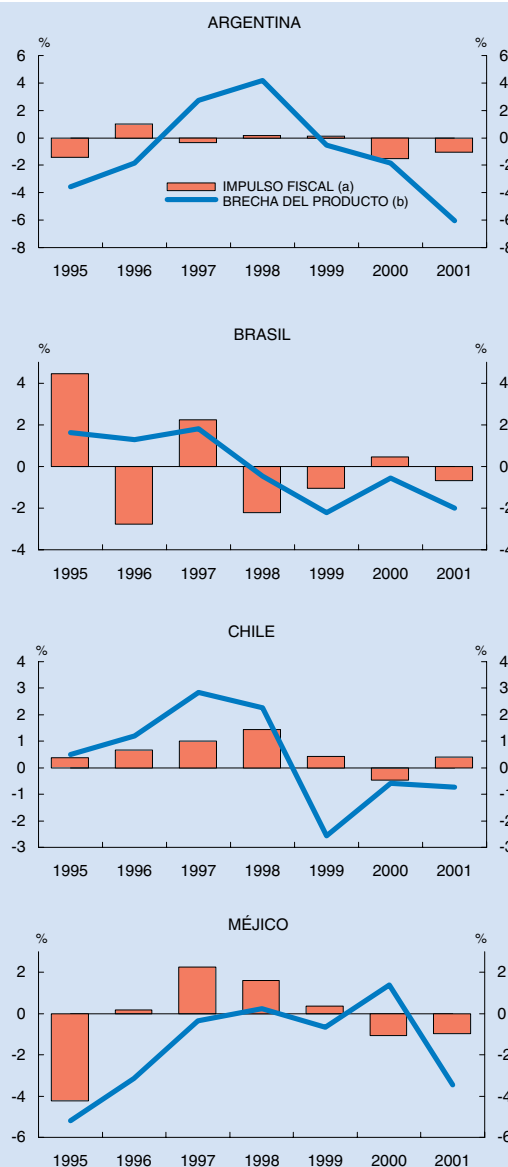
Para analizar si los esfuerzos realizados en materia presupuestaria por las principales economías latinoamericanas durante los años noventa se han traducido en un comportamiento estabilizador de las políticas fiscales, puede emplearse como indicador cualitativo de la orientación de la política fiscal el denominado Impulso Fiscal (IF), propuesto por el FMI, que en este caso se ha calculado sobre el saldo primario.

En el caso en el que el IF muestre una correlación negativa con la posición cíclica de la economía, representada por la brecha de producción, puede considerarse que la orientación de la política fiscal ha sido contracíclica. Como se aprecia en el gráfico adjunto, el tono de la política fiscal de los países analizados durante el período 1995-2001 ha evolucionado de forma bastante paralela al ciclo económico, de manera que no parece haber contribuido a estabilizar la economía. Así, en Argentina, la política fiscal adoptó un tono expansivo hasta que las crisis de los últimos años desembocaron en una serie de ajustes fiscales. Asimismo, en Brasil la política fiscal ha sido, por lo general, procíclica, con la excepción de 1996, año en el que el tono fue contractivo a causa de la aplicación del Plan de Estabilización. También en México el impulso fiscal ha tendido a evolucionar de forma paralela al ciclo, salvo en el año 2000, coincidente con un elevado incremento de los ingresos petroleros. En cambio, en Chile, cabe apreciar una mayor naturaleza anticíclica de la política fiscal en los últimos años, propiciada por la saneada situación de su economía, incluido el sector público.

La prociclicidad de la política fiscal en la mayoría de los países analizados vendría a reflejar la persistencia de deficiencias estructurales significativas en las cuentas públicas, fenómeno agravado por un grado insuficiente de estabilidad económica. La ineficacia de los sistemas tributarios dificulta el papel de los impuestos como estabilizadores automáticos y obstaculiza el saneamiento de la posición financiera del sector público, lastrado por su elevado nivel de endeudamiento. Además, la carga de la deuda es, por lo general, particularmente sensible a la evolución de los tipos de interés y del tipo de cambio. De este modo, las recesiones pueden derivar de manera relativamente abrupta hacia dinámicas de deuda insostenibles, que obligan a realizar duros ajustes presupuestarios, particularmente lesivos para el crecimiento en un contexto recesivo, como en México, en 1995, o en Argentina, recientemente, y que corren el riesgo de agravar los problemas de sostenibilidad de las finanzas públicas.

En consecuencia, un programa adecuado de reformas estructurales, tales como una mayor eficiencia recaudatoria, una mayor corresponsabilidad fiscal con las regiones y la introducción de sistemas fiscales más dotados de estabilizadores automáticos, desempeña un papel esencial, al favorecer la reducción gradual y sostenida de la percepción de riesgo por parte de los agentes, proceso que finalmente se traduce en la capacidad de instrumentación de políticas macroeconómicas de carácter estabilizador por parte de las autoridades económicas.

## Orientación de la política fiscal en las principales economías latinoamericanas



Fuentes: FMI, estadísticas nacionales y Banco de España. Datos de 2001, estimaciones preliminares.

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

(b) Brecha del producto:  $(\text{PIB} - \text{PIB tendencial}) / \text{PIB}$  (%). Para el cálculo del PIB tendencial se ha aplicado un filtro de Hodrick Prescott con un valor de  $\lambda$  igual a 10.

(1) Véanse M. Gavin y R. Perotti (1997), *Fiscal Policy in Latin America*, NBER Macroeconomic Annual, 11-71, y M. Gavin et al. (1986), *Managing fiscal policy in Latin America. Volatility, procyclicality and limited creditworthiness*, IADB Working Paper 326.

Los déficit públicos se mantuvieron, en general, en niveles razonablemente moderados, si se consideran el deterioro cíclico, el incremento del coste de financiación en muchos de los países y la caída del precio del petróleo, que constituye una fuente de ingresos presupuestarios básica para países como Venezuela, México o Ecuador. El déficit público de la región se situó, en conjunto, en el 3,2% del PIB, solo medio punto por encima del año anterior. A estos resultados contribuyó la mejora en la recaudación fiscal en países como Brasil, México o Colombia. A pesar de ello, el mantenimiento de la disciplina en la fase baja del ciclo obstaculizó el papel estabilizador de la política fiscal, cuyo carácter procíclico constituye un rasgo característico de la región (véase recuadro II.3).

En definitiva, el año 2001 fue negativo en términos de crecimiento económico, aunque existen algunos elementos alentadores que deberían contribuir a asentar el proceso de recuperación económica sobre bases más sólidas. Por una parte, la pauta cíclica de países como México y Chile corresponde cada vez más al patrón habitual en los países desarrollados, pero poco común en las economías latinoamericanas, tradicionalmente proclives a sumirse en crisis profundas en circunstancias análogas a las registradas en 2001. Por otra parte, el escaso contagio de la crisis argentina a través de los mercados financieros debe interpretarse, al menos en parte, como un reconocimiento por parte de los mercados internacionales de las políticas prudentes y saneadas adoptadas en la mayoría de los países de la región en los últimos años. Finalmente, merece destacarse que las perspectivas de recuperación para el año en curso han ido afianzándose al hilo de la mejora previsible de la situación económica de los países avanzados. No obstante, persisten elementos de incertidumbre, entre los que cabe destacar la sumamente delicada situación en Argentina y las dudas sobre la fortaleza de la recuperación global, de la que a su vez depende el incipiente repunte de los precios de las materias primas, crucial para la mayoría de los países de la región.

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

La mayoría de las economías del sudeste asiático se mostraron muy sensibles desde comienzos de año a la desaceleración de la economía mundial y la

consiguiente caída de la demanda de exportaciones —especialmente de productos tecnológicos—, que luego se extendió, a través de descensos en la confianza y en el empleo, a las respectivas demandas internas. Los bajos niveles de inflación y la mejora en los fundamentos económicos de estos países, tras la crisis asiática de 1997, les permitió hacer uso de políticas fiscales y monetarias contracíclicas, que, junto con una posición relativamente holgada de los tipos de cambio, tras los ajustes de años anteriores, ayudaron a sostener la demanda interna en varios países. Algunos indicadores recientes, como los aumentos en los precios y en los pedidos de semiconductores y las buenas perspectivas de la economía estadounidense, apuntan al inicio de la recuperación.

La actividad económica durante 2001 fue mucho más positiva en países como la India y China, que crecieron un 4,3% y un 7,3%, respectivamente. El prolongado dinamismo de la economía china resulta especialmente reseñable. La fortaleza de la demanda interna, en especial de la inversión pública, y la pujanza de la inversión extranjera directa, estimulada por las favorables expectativas comerciales y de crecimiento creadas por la incorporación a la Organización Mundial del Comercio, son algunos de los factores que están detrás de este positivo comportamiento.

Los mercados financieros y de divisas siguieron una evolución relativamente estable en la región. Tras los ataques de septiembre, los precios de la renta variable se recuperaron y se redujeron los diferenciales de la deuda, sin que apenas se hayan observado fenómenos de contagio por las crisis turca y argentina. En los mercados de divisas, los tipos de cambio se mantuvieron muy estables, aunque la fuerte depreciación del yen a finales de 2001 plantea una situación algo más complicada para la competitividad de muchos de estos países.

En Rusia, el crecimiento del producto en 2001 siguió siendo vigoroso, impulsado por los recientes avances en las reformas estructurales, aunque se moderó hasta el 5%, tras el 9% del año anterior, a consecuencia del descenso en los precios del petróleo y del impacto de la desaceleración global. Los superávits públicos y por cuenta corriente se redujeron hasta el 2% y el 11,3% del PIB, respectivamente.



### CAPÍTULO III

## EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

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

El proceso de desaceleración económica que se había iniciado a mediados de 2000 en la zona del euro se prolongó y agudizó a lo largo del pasado año, en línea con el deterioro de la actividad en el resto del mundo. El incremento del PIB real fue del 1,5%, dos puntos por debajo de la tasa registrada el año anterior, como consecuencia, sobre todo, del estancamiento de la formación bruta de capital fijo, de la caída de los inventarios y de la pronunciada desaceleración de las ventas al exterior, mientras que tanto el consumo privado como el público mostraron una mayor contención. El ritmo de creación de empleo se redujo de forma moderada, lo que permitió la continuidad en el descenso de la tasa de paro. Aunque se mantuvo por encima de la referencia del 2%, la inflación mostró una tendencia a la baja en la segunda parte del año en consonancia con el menor dinamismo económico y con la disminución de los precios de las materias primas. En este contexto, las políticas monetaria y fiscal adoptaron un tono relativamente acomodaticio, lo que contribuyó a frenar el deterioro de la confianza de los agentes y de las perspectivas de crecimiento económico, y ha facilitado que, ya en la primera parte de 2002, se vislumbre una cierta recuperación de la actividad.

#### **III.1.1. La actividad y el empleo**

La desaceleración del producto en la UEM a lo largo de 2001 fue consecuencia de varias perturbaciones que, en gran medida, fueron comunes al resto del mundo. Así, el dinamismo de la actividad se vio afectado por el fuerte crecimiento que mostraron los precios del petróleo en los dos años previos, por los ajustes de capacidad experimentados

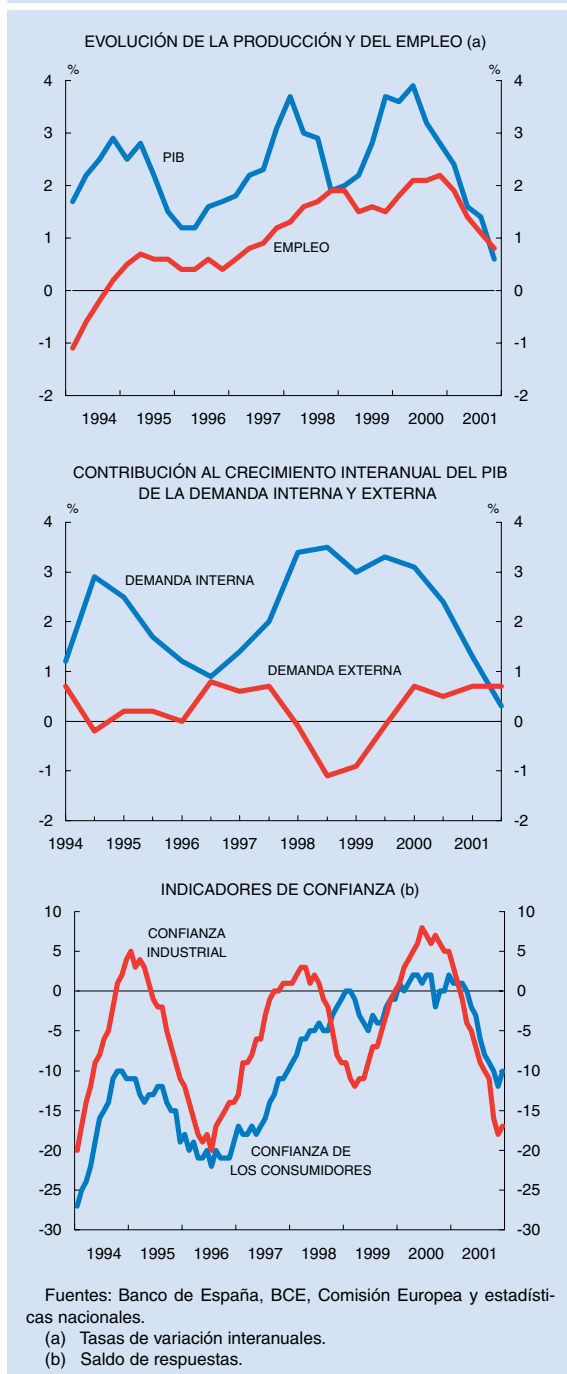
por los sectores de tecnologías de la información y telecomunicaciones, por las caídas de las bolsas y por la intensa desaceleración del comercio mundial. Finalmente, los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 provocaron un deterioro generalizado, aunque transitorio, de la confianza de los consumidores y empresarios (véase gráfico III.1). Sin embargo, además de las consecuencias evidentes que estos factores han tenido sobre el ritmo de crecimiento de la economía, la persistencia de algunos problemas de índole estructural también puede haber repercutido desfavorablemente sobre la evolución económica de la UEM. Estos problemas están relacionados con las rigideces que todavía presentan los mercados europeos, que dañan los mecanismos de ajuste de la economía y desincentivan la ampliación y modernización del aparato productivo.

De la desaceleración de 2 puntos en el ritmo de crecimiento económico en 2001, la mitad se debió a la intensa caída de la inversión en capital fijo. A la atonía que ya venía registrando la inversión en construcción, se añadió durante este año el descenso de la inversión en bienes de equipo, que pasó de aumentar un 8% en términos interanuales a finales de 2000 a disminuir un 5% en el último trimestre del año 2001. La ralentización de la demanda final, el clima de incertidumbre que dominó la escena mundial durante el pasado año y la moderación de los beneficios empresariales contribuyeron al comportamiento desfavorable de esta variable. Además, existe cierta evidencia, tal como se expone en el recuadro III.1, de que a pesar del descenso registrado por los tipos de interés del crédito bancario, el coste de la financiación captada por algunas grandes empresas pudo crecer. Esto se debió al aumento de las primas de riesgo propiciado por el incremento del endeudamiento de estas empresas, en parte ligado a la financiación de proyectos de gran envergadura.



GRÁFICO III.1

### UEM. Composición del crecimiento, indicadores de confianza y evolución del empleo



dura, como la adquisición de licencias de telefonía móvil o los procesos de fusiones y adquisiciones, que, todavía, no han dado lugar a los resultados pretendidos.

El débil crecimiento del comercio mundial inició de forma acusada en la evolución de las exportaciones, cuya tasa de avance se desaceleró de forma continuada a lo largo del año, pese al manteni-

miento de un tipo de cambio del euro relativamente depreciado. Sin embargo, como el ritmo de crecimiento de las importaciones se contrajo en mayor medida que el de las exportaciones, en línea con la evolución de la demanda final, la contribución de la demanda exterior al producto fue positiva, en una magnitud similar a la de un año antes. Los datos de intercambios comerciales, todavía incompletos, señalan que las exportaciones de bienes mantuvieron su participación en el volumen de comercio mundial, deteniéndose, por lo tanto, el proceso de pérdida gradual de cuotas de exportación experimentado en los años previos por la economía de la zona del euro. El aumento de las exportaciones netas, junto con la mejora de la relación real de intercambio, permitió equilibrar la balanza por cuenta corriente, cuyo saldo pasó del 0,9% del PIB en 2000 al 0% en 2001.

El aumento del empleo y la reducción de la presión fiscal permitieron el sostenimiento de la renta de las familias, lo que favoreció que el consumo privado solo mostrara una modesta desaceleración a lo largo del año pasado (véase cuadro III.1). No obstante, la pérdida de valor de la riqueza financiera, el deterioro de las expectativas de los consumidores y, posiblemente, el endeudamiento acumulado en los años anteriores, ejercieron un efecto desalentador sobre las decisiones de consumo de las familias, de forma que su tasa de variación anual se situó en el 1,7%, frente al 2,5% del ejercicio anterior. Esto condujo a una cierta recuperación de la tasa de ahorro de las familias, hasta situarse por encima del 14%, en términos de la renta bruta disponible.

En el año 2001, todos los países de la zona del euro sufrieron una desaceleración económica significativa. Sin embargo, siguieron observándose diferencias relevantes —tanto en el crecimiento del PIB como en su composición— entre los distintos países, manteniéndose un comportamiento menos dinámico en los países centrales de la zona, en comparación con otros —como Irlanda, Grecia y España—, aunque esas discrepancias se acortaron ligeramente en relación con años anteriores (véase gráfico III.3). Dichas diferencias obedecen, en gran medida, a la continuidad de los efectos expansivos que el ingreso en la UEM ha supuesto para algunos de los países menos avanzados de la zona y que favorecen, aunque no garantizan, su convergencia real (véase recuadro III.2).

No obstante, las divergencias observadas en el año 2001 son también la consecuencia de factores

## El papel de las condiciones financieras en la desaceleración de la inversión productiva en el área del euro

Durante el año 2001, la formación bruta de capital fijo ha registrado un notable deterioro como resultado, sobre todo, de la pérdida de vigor en el componente de bienes de equipo (1). Como muestra la parte superior del gráfico, la evolución de la inversión en bienes de equipo en la zona del euro a lo largo del año 2001 estuvo en línea con la desaceleración global de la actividad y con la revisión a la baja de las expectativas empresariales. La atonía de la inversión ha coincidido con un aumento del endeudamiento empresarial y con un deterioro de las condiciones financieras a las que se enfrentan algunas empresas.

El peso del endeudamiento empresarial en el área del euro —aproximado mediante el crédito bancario concedido a las empresas más los saldos vivos de las emisiones de renta fija empresarial— se situó en el año 2001 en el 49% del PIB, en torno a ocho puntos por encima del año 1997. Aunque, a lo largo de 2001, el ritmo de crecimiento del endeudamiento empresarial se fue moderando, todavía presenta elevadas tasas de expansión, cercanas al 8%. Este fenómeno ha de situarse en un contexto de reducción de las cifras de beneficios empresariales, como muestra el perfil de crecimiento del indicador de beneficios bursátiles recogido en la parte intermedia del gráfico adjunto, lo que ha hecho que muchas empresas, a pesar de haber reducido su inversión, hayan debido mantener un alto grado de apelación a la financiación ajena.

El aumento del endeudamiento en un contexto económico menos dinámico ha propiciado que algunas empresas hayan debido afrontar un cierto endurecimiento en las condiciones de financiación. Pese al descenso de los tipos de interés del crédito bancario —propiciado por la progresiva relajación del tono de la política monetaria en la zona del euro—, las empresas —especialmente aquellas que cuentan con una posición financiera menos saneada— han tenido que enfrentarse a una prima de riesgo más elevada.

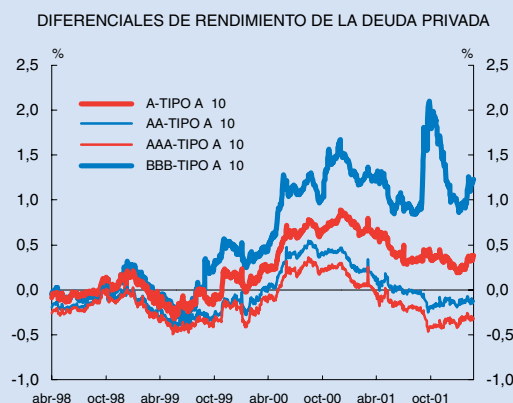
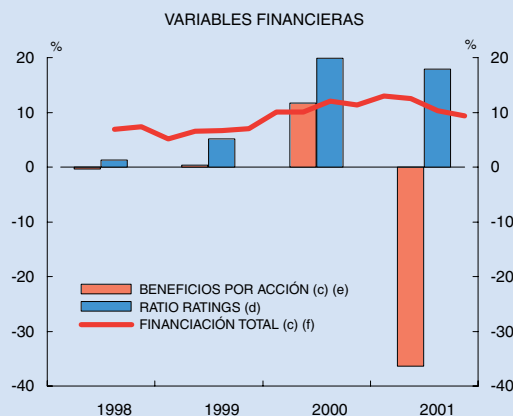
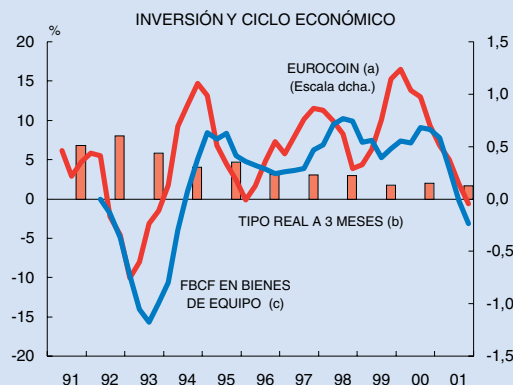
En este sentido, las calificaciones crediticias de las empresas europeas emisoras de deuda privada han tendido a ser revisadas a la baja, de modo que el volumen de deuda emitida por las empresas cuya calificación ha empeorado ha sido muy superior al volumen emitido por empresas cuya calificación se ha revisado al alza (véase la parte intermedia del gráfico adjunto). Por otra parte, se ha producido un aumento muy significativo de los diferenciales de rentabilidad entre la deuda privada y la deuda pública, en especial para aquellas empresas con peor calificación crediticia (véase la parte inferior del gráfico) (2). Aunque la importancia relativa de la emisión de valores de renta fija para las empresas europeas sea inferior a la que se observa en otras áreas —y, en especial, en Estados Unidos—, hay que reseñar que los recursos obtenidos a través de la emisión de esos valores por parte de empresas europeas en el período 1999-2001 han sido relativamente altos y, de hecho, representan casi una cuarta parte del flujo de endeudamiento empresarial en ese período. Además, aunque no se dispone de información desagregada acerca del coste de la financiación en el caso del crédito bancario, cabe esperar que estos comportamientos asimétricos observados entre las sociedades con posibilidad de financiarse en los mercados de capitales se presente también entre las empresas que solo tienen acceso a la financiación intermediada.

En suma, la evidencia anterior sugiere que, en un contexto de elevado endeudamiento, la acusada ralentización del ritmo de crecimiento de los beneficios empresariales ha supuesto un empeoramiento de las condiciones de acceso a la financiación ajena para el sector empresarial, lo que ha podido repercutir en la desaceleración de la inversión. Este proceso también puede limitar la financiación de proyectos futuros, en especial para las empresas de mayor riesgo o que presentan una situación financiera menos saneada, que pueden ser, además, las de comportamiento inversor más dinámico.

(1) Dada la carencia de estadísticas sobre inversión productiva privada para el área del euro, en este recuadro se aproxima su evolución mediante la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo, calculada, a su vez, a partir de la agregación de este componente en los ocho países de la UEM que tienen Contabilidad Nacional trimestral. La diferencia fundamental entre ambos conceptos estriba en que aquella incluye, además, la inversión en construcción no residencial realizada por las empresas.

(2) Esta información solo está disponible desde abril de 1998, debido, fundamentalmente, al carácter relativamente reciente de las emisiones —en volúmenes relevantes— de deuda privada en el área del euro.

## Inversión y variables financieras



Fuentes: Banco de España, CEPR, BCE, Eurostat, Datastream, Moodys y Merrill Lynch.

- (a) Índice de ciclo económico del área del euro del CEPR.  
 (b) Nivel de los tipos interbancarios a 3 meses menos la inflación observada.  
 (c) Tasas de variación interanuales.  
 (d) Ratio de volúmenes de emisiones de renta fija de empresas no financieras revisados a la baja frente a los revisados al alza.  
 (e) Calculado como el índice bursátil Morgan Stanley Composite Index dividido por su correspondiente PER.  
 (f) Incluye crédito y valores distintos de las acciones.

## Principales indicadores macroeconómicos del área del euro (a)

	1999	2000	2001	2001			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
<b>DEMANDA Y PRODUCTO:</b>							
Producto interior bruto	2,7	3,5	1,5	2,5	1,6	1,3	0,3
Demanda interna	3,4	3,0	0,8	1,8	1,1	0,7	-0,4
<i>Consumo privado</i>	3,3	2,5	1,7	1,9	1,7	1,8	1,5
<i>Consumo público</i>	2,1	1,9	2,2	2,3	2,4	2,3	1,9
<i>Formación bruta de capital fijo</i>	5,9	4,7	-0,5	1,6	0,2	-1,7	-2,2
Exportaciones	5,3	12,2	2,5	7,7	4,5	0,9	-2,8
Demanda final	3,9	5,4	1,3	3,4	2,1	0,7	-1,1
Importaciones	7,4	10,9	0,8	6,1	3,2	-1,0	-4,8
<b>Contribuciones al crecimiento del PIB (b):</b>							
Demanda interna	3,2	2,9	0,8	1,8	1,1	0,6	-0,4
<i>Variación de existencias</i>	-0,2	0,1	-0,5	-0,1	-0,4	-0,4	-1,1
Demanda externa	-0,6	0,6	0,7	0,7	0,5	0,7	0,7
<b>PRECIOS Y COSTES:</b>							
Precios de consumo (media anual)	1,1	2,3	2,5	2,3	3,1	2,5	2,2
Precios de consumo (dic/dic)	1,7	2,6	2,0	...	...	...	...
Deflactor del PIB	1,8	1,2	2,3	2,0	2,3	2,2	2,7
Costes laborales unitarios	1,3	0,9	2,7	2,1	2,6	2,6	3,5
Remuneración por asalariado	2,2	2,4	2,7	2,5	2,7	2,7	2,9
Productividad del trabajo	0,9	1,4	0,1	0,5	0,2	0,1	-0,6
<b>ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (c):</b>							
Gastos totales	49,0	48,2	48,0				
Gastos corrientes	46,5	45,7	45,5				
<i>Gastos por intereses</i>	4,3	4,1	3,9				
Inversión pública	2,5	2,5	2,5				
Ingresos totales	47,7	47,3	46,7				
Déficit (-)/superávit (+) primario	3,0	3,2	2,6				
Déficit (-)/superávit (+)	-1,3	-0,8	-1,3				
<b>MERCADO DE TRABAJO:</b>							
Empleo total	1,7	2,1	1,3	1,9	1,4	1,1	0,8
Paro (d)	9,8	8,8	8,3	8,4	8,3	8,3	8,4
<b>BALANZA DE PAGOS (c):</b>							
Cuenta corriente	-0,3	-0,9	0,0	-0,6	-0,6	0,4	0,9
Cuenta de capital	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
Fuentes: BCE y Comisión Europea.							
(a) Tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario.							
(b) Puntos porcentuales de la tasa de variación del PIB.							
(c) Porcentaje del PIB. En 2000 y 2001 se excluyen los ingresos por la venta de licencias de telefonía móvil de tercera generación (UMTS).							
(d) Porcentaje de la población activa.							

idiosincrásicos y de la respuesta diferenciada de algunas economías a perturbaciones comunes. Así, Alemania registró la tasa de crecimiento más reducida de la zona, en parte como consecuencia de la desfavorable situación de su sector inmobiliario, estrechamente ligada a los procesos inducidos por la reunificación. Por su parte, Finlandia resultó especialmente afectada por la crisis internacional de la

industria de la informática y las telecomunicaciones, habida cuenta de la elevada importancia relativa de ese sector.

El ritmo de creación de empleo se moderó, aunque se mantuvo elevado, y alcanzó un incremento en 2001 en torno al 1,3%, ocho décimas inferior al del año precedente. La tasa de paro se redujo des-

## Evolución del crédito al sector privado por países y relación con sus variables determinantes

Desde el comienzo de la Unión Monetaria se ha venido registrando un fuerte crecimiento de la financiación concedida al sector privado por las entidades de crédito del área del euro. En el trienio 1999-2001, la tasa media de incremento del crédito bancario al sector privado fue del 9%, aunque al final del período se ha desacelerado, mostrando un ritmo de crecimiento interanual en torno al 6% en 2001. En términos del PIB, el saldo de crédito bancario ha crecido nueve puntos porcentuales entre 1998 y 2001, por lo que en este último año representaba en torno al 89% del PIB. La evidencia empírica disponible sobre la demanda de crédito bancario en el conjunto de la UEM confirma que, en general, esta variable ha evolucionado en sintonía con el ciclo expansivo de la economía y con los reducidos niveles de los tipos de interés, que alcanzaron mínimos históricos a comienzos del año 2000.

No obstante, existen importantes diferencias en la evolución del crédito bancario en los países de la UEM. Para identificar en qué países ha tenido lugar una evolución del crédito más divergente, en la parte superior del gráfico adjunto se pone en relación el crecimiento del crédito con el del PIB nominal de cada economía. En ese gráfico, se incluye, además, una recta cuya pendiente es la elasticidad entre el crédito y el PIB a largo plazo, tal como se ha estimado recientemente en el BCE. De esta forma, los países que se sitúan por encima de esa línea son aquellos en los que el crédito se ha expandido por encima de lo que explicaría el crecimiento nominal de su producto. Con esta aproximación, se observa que el grupo de países que claramente han mostrado un comportamiento del crédito más expansivo son Irlanda, Finlandia, Grecia, Italia, Portugal, España y Holanda.

Para los primeros seis países mencionados, la incorporación a la Unión Monetaria ha significado un cambio sustancial en el entorno económico en el que los agentes nacionales venían adoptando sus decisiones de endeudamiento, pues habían registrado históricamente un menor grado de estabilidad macroeconómica. En este sentido, como se observa en la parte intermedia del gráfico, estos países presentaban, en general, unos saldos de crédito bancario antes de la creación de la Unión Monetaria inferiores a los de la media del área, de tal manera que el crecimiento del crédito concedido al sector privado en los últimos años ha acercado sus cifras de endeudamiento a las del conjunto de la zona.

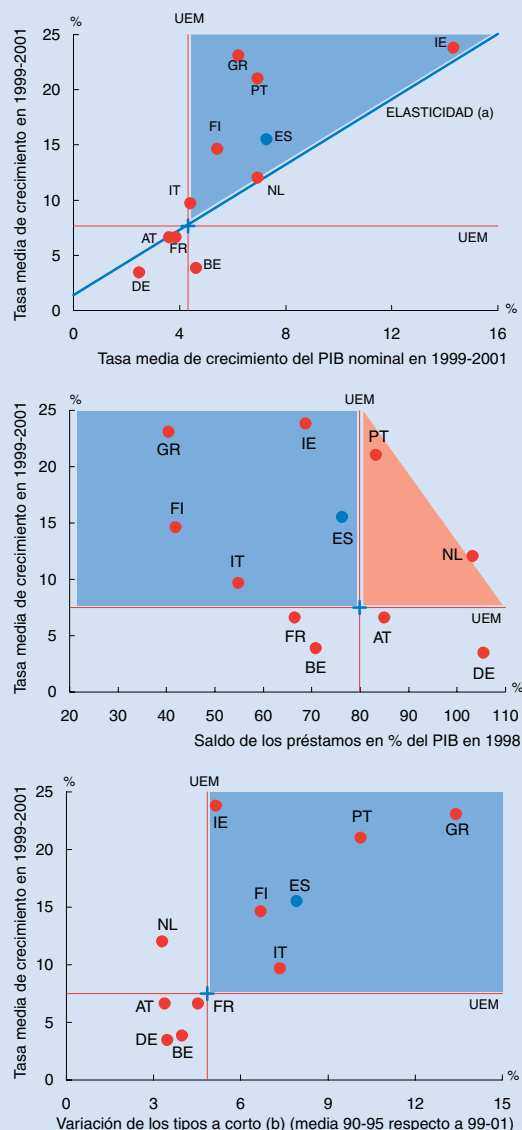
Otro de los rasgos que caracterizan al grupo antes mencionado es la fuerte disminución de los tipos de interés que ha acompañado, en su caso, al proceso de convergencia nominal previo al comienzo de la UEM. Así, en la parte inferior del gráfico adjunto, se observa que es ese grupo de países el que muestra una reducción más significativa en el nivel de los tipos de interés, en comparación con el que se registraba, por ejemplo, en la primera mitad de los años noventa. Esta disminución —que, en el caso de los tipos a corto plazo, oscila entre 6 y 10 puntos porcentuales para este grupo de países— ayuda también a explicar el reciente dinamismo del crédito, por cuanto ha hecho posible que el mayor endeudamiento no se haya traducido necesariamente en un incremento de la carga financiera.

Por el contrario, en economías más maduras, y tradicionalmente más estables (como Alemania o Francia), que partían de un nivel de tipos de interés relativamente bajo, la creación de la UEM no ha supuesto un cambio sustancial en el comportamiento de los agentes y, de hecho, el crédito bancario concedido ha respondido de forma bastante aproximada a sus determinantes fundamentales. En estas economías ha sido el crédito a empresas el que ha determinado el perfil de crecimiento del conjunto del sector privado.

En esta descripción hay algunos países que no siguen las pautas generales antes comentadas. Así, por ejemplo, en Holanda y Portugal, aunque partían de niveles de endeudamiento relativamente elevados a comienzos de la UEM, el crédito ha seguido expandiéndose a un ritmo intenso. Holanda es, además, una economía para la que la creación de la UEM no ha supuesto un cambio significativo en las condiciones financieras a las que se enfrentaba tradicionalmente el sector privado. En estos países —junto con otros como Irlanda o España—, la fuerte expansión del crédito se ha visto propiciada, especialmente, por el dinamismo en la compra de viviendas por parte de las familias. Además, la continuada revalorización de este activo —cuyos precios han aumentado muy por encima del IPC— ha realimentado, a su vez, la demanda de crédito. Así, en estos países, la financiación hipotecaria ha crecido en el período 1999-2001 a unas tasas medias superiores al 20%.

En definitiva, buena parte de las divergencias observadas en la evolución del crédito al sector privado por países en los primeros años de la Unión Monetaria se explican por el cambio de régimen que esa Unión ha supuesto para muchos países. Por tanto, cabe esperar que esas diferencias se vayan reduciendo progresivamente a medida que los efectos expansivos de ese cambio se diluyan.

## Préstamos de entidades de crédito al sector privado en la UEM



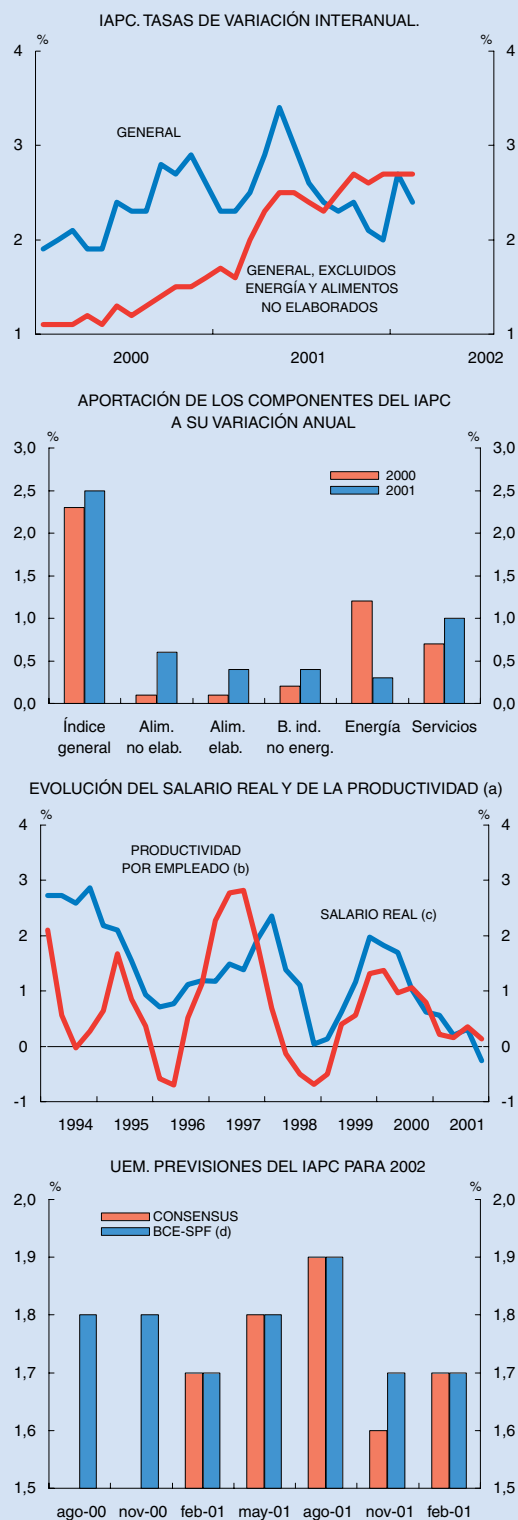
Fuente: Banco de España.

(a) La pendiente de la línea representa la elasticidad entre crédito y PIB de la relación de largo plazo estimada para el conjunto del área.

(b) Tipos de interés interbancarios a tres meses en mercados nacionales.

GRÁFICO III.2

### UEM Índices armonizados de precios de consumo y evolución salarial



Fuentes: BCE, Eurostat y estadísticas nacionales.  
(a) Tasas de variación interanual.  
(b) Diferencia entre la variación del PIB y del empleo.  
(c) Diferencia entre la variación de la remuneración por asalariado y el deflador del PIB.  
(d) *Survey of professional forecasters.*

de el 8,8% en 2000 hasta el 8,3% en 2001, si bien mostró una ligera tendencia al alza en los últimos meses del pasado año. Tal como se recoge en el recuadro III.3, la mayor capacidad de creación de empleo por unidad de producto en la zona del euro se encuentra ligada, entre otros factores, a la moderación de los costes salariales reales y a las medidas introducidas en los países del área para flexibilizar sus estructuras laborales. No obstante, el escaso avance de la productividad del trabajo en los últimos años también puede estar reflejando otros elementos que están obstaculizando la utilización eficiente de los factores productivos y, por lo tanto, dañando sus posibilidades de crecimiento a medio plazo (véase recuadro I.1).

Las perspectivas económicas de la zona del euro han mejorado en los primeros meses del año en curso. Así, los indicadores de actividad disponibles señalan una tasa de variación intertrimestral del PIB positiva en el primer trimestre de 2002, tras el descenso del producto registrado en el trimestre anterior. Esta recuperación resulta coherente con el agotamiento de la fase de desacumulación de inventarios y con la aceleración de las exportaciones, en línea con la probable reactivación del comercio mundial. La mejora del clima económico debe favorecer el aumento, en los próximos meses, del dinamismo del consumo y, sobre todo, de la inversión, apoyado, además, por el mantenimiento de unas condiciones monetarias y financieras propicias y la ausencia de desequilibrios macroeconómicos significativos.

De este modo, resulta probable que la economía de la zona del euro logre tasas de crecimiento cercanas a la de su producto potencial a finales de 2002. Entre los principales riesgos a los que se enfrenta este escenario se encuentran la incierta evolución del precio del crudo, en un contexto de elevada tensión política internacional, y la posibilidad de que los desequilibrios financieros en Estados Unidos impidan el afianzamiento de su recuperación económica.

#### III.1.2. Precios y costes

En el conjunto de 2001, la trayectoria de los precios en la UEM se vio negativamente afectada por los efectos retardados del encarecimiento del petróleo y de la depreciación del euro registrada desde su introducción en 1999, así como por la desfa-

## Creación de empleo y funcionamiento del mercado de trabajo en la UEM

En los últimos años de la década de los noventa, la pauta de crecimiento en la UEM se caracterizó por una elevada creación de empleo, que permitió, además de impulsar la demanda interna, reducir la tasa de paro en más de tres puntos porcentuales entre 1994 y 2001. De hecho, el cociente entre la tasa de crecimiento de la ocupación y la del PIB alcanzó el 0,4 en este período, muy por encima del valor medio registrado en los últimos veinte años, que fue del 0,2. Sin embargo, como se observa en la parte superior del gráfico adjunto, el avance de la *ratio* número de empleados/PIB en los años más recientes ha diferido significativamente entre los países miembros de la UEM. Así, existe un grupo de países —formado por Holanda, España, Irlanda, Francia y Finlandia— que han registrado una *ratio* en torno a 0,5, mientras que, en el resto de países, dicha variable se ha situado alrededor del 0,2. Si bien estos datos están sesgados al alza en aquellos países en que más se ha incrementado el empleo a tiempo parcial, también pueden estar señalando la efectividad de otras medidas de reforma introducidas en el mercado de trabajo.

En líneas generales, los programas de reforma aplicados por los países de la UEM a lo largo de la década de los noventa han tendido a promover un funcionamiento más flexible de los mercados de trabajo, a través del fomento de la participación laboral, la reducción de los costes laborales no salariales y, en particular para aquellos colectivos con menor remuneración, la ampliación y flexibilización de las modalidades de contratación y organización del tiempo de trabajo y la aplicación de mecanismos eficientes de negociación colectiva. Dada la diversidad y amplitud de las líneas básicas de reforma, es complicado intentar resumirlas en un conjunto limitado de variables. Además, numerosos indicadores del funcionamiento del mercado de trabajo no solo recogen en su evolución los efectos de las medidas implementadas, sino que también se ven influidos por una gran diversidad de factores adicionales, lo que dificulta notablemente extraer conclusiones sobre su sensibilidad a las reformas acometidas.

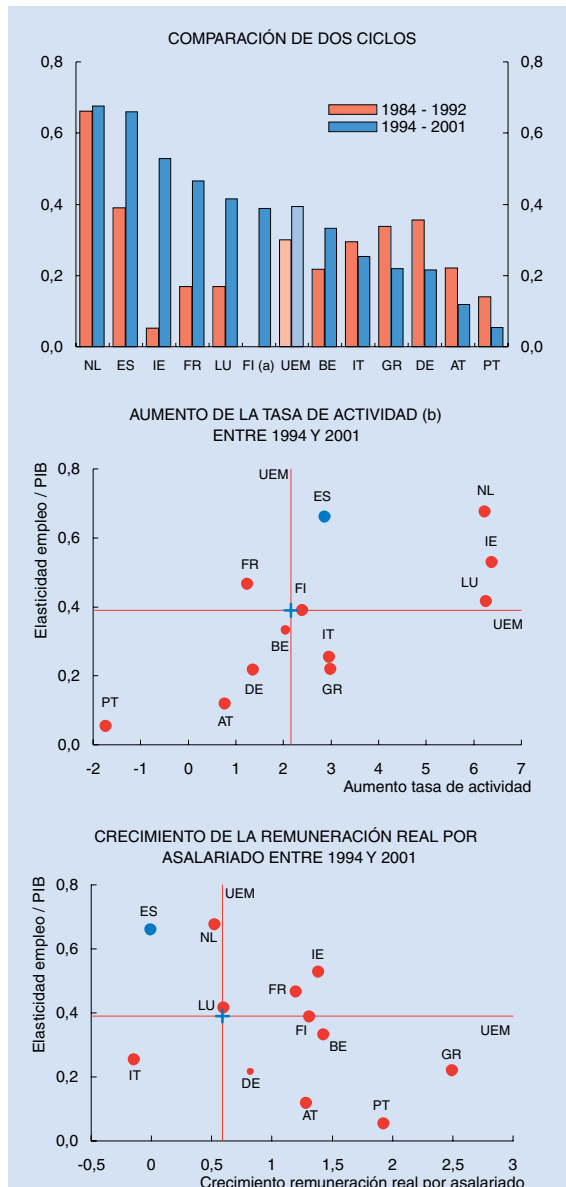
Con estas salvedades, para realizar una evaluación de la efectividad de las reformas introducidas en el mercado de trabajo sobre la creación de empleo, se han analizado los cambios por países en la tasa de actividad y se han examinado las variaciones en la remuneración real por asalariado, ya que incorporan información sobre los salarios y los costes no salariales.

Aunque parte de las divergencias entre la creación de empleo por unidad de producto tiene que ver con las diferentes posiciones de partida, se observa, en general, que los países que experimentan valores de la *ratio* empleo/PIB más elevadas tienden a exhibir, en promedio, una evolución favorable de las restantes variables. Así, por el lado de la oferta, los países que han presentado una creación de puestos de trabajo en términos de PIB superior son los que ostentan, en promedio, niveles más elevados y mejoras más importantes de la tasa de actividad a lo largo de la segunda parte de la década de los noventa. En este sentido, destacan las medidas introducidas en los últimos años por Holanda, Irlanda y Luxemburgo, tendientes a aumentar la tasa de actividad de los grupos con rentas más bajas mediante la modificación de los tipos marginales del impuesto sobre la renta, el aumento del mínimo exento o la concesión de créditos fiscales a esos colectivos. Asimismo, Holanda ha impulsado la tasa de actividad femenina a través de la flexibilización de los horarios de trabajo.

En términos generales, los países en los que la remuneración por asalariado en términos reales ha aumentado menos son también los que han mostrado un mayor incremento del empleo en relación con el del PIB. Los esfuerzos para reducir la carga fiscal —por ejemplo, mediante la disminución de las cotizaciones de los empresarios a la Seguridad Social— han sido bastante generalizados en los países de la UEM, y destacan, en particular, los aplicados por Italia, Francia y España.

Por consiguiente, la información comentada muestra una mejora gradual del potencial de generación de empleo de las economías de la UEM. Al mismo tiempo, los datos sugieren que las medidas que se han tomado hasta ahora han estado, en general, bien orientadas, aunque pueden haber sido insuficientes, sobre todo en algunos países. Por tanto, el logro de los objetivos de pleno empleo y de una tasa de ocupación del 70% en el conjunto de la UE en 2010, establecidos en el Consejo de Lisboa, requiere que se profundice en las reformas, en especial en aquellos países con mayores problemas en su mercado de trabajo.

## UEM. Elasticidad empleo / PIB



Fuente: Comisión Europea.

(a) El dato de Finlandia del primer período fue de -0,9, por lo que se ha omitido para no distorsionar el gráfico.

(b) Crecimiento medio de la población activa menos crecimiento medio de la población en edad de trabajar (entre 15 y 64 años).



vorable evolución del precio de los alimentos, como consecuencia de los problemas sanitarios en el sector cárnico. El deflactor de la demanda final se desaceleró a lo largo de 2001, a causa de la fuerte reducción experimentada en el ritmo de crecimiento de los precios de los bienes y servicios importados a medida que el precio del petróleo y el tipo de cambio se estabilizaban. Los precios interiores, en cambio, aproximados por el deflactor del PIB, crecieron en mayor medida que en el año 2000, como resultado de la aceleración del coste laboral unitario, que se incrementó en 2001 un punto porcentual más que en el año anterior. Los impuestos indirectos netos apenas aumentaron, mientras que el excedente bruto de explotación por unidad de producto creció en línea con el deflactor del PIB, con lo cual los márgenes no registraron variaciones significativas.

El comportamiento desfavorable de los costes laborales unitarios, en términos nominales, fue debido a la pérdida de ritmo de la productividad aparente del trabajo, ya que la remuneración por asalariado mantuvo la tónica de moderación de años anteriores. De hecho, aunque las tasas de inflación superaron las previsiones en los primeros meses del año, los incrementos negociados de los salarios no resultaron excesivamente pronunciados, de forma que, en 2001, por segundo año consecutivo, el poder adquisitivo de los asalariados en el conjunto de la UEM se mantuvo constante (véase gráfico III.2). La contención salarial se vio favorecida en 2001 por la ralentización del descenso de la tasa de paro y por las expectativas de aumento del desempleo recogidas en las encuestas de confianza.

La tasa de variación media del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) fue del 2,5% en 2001, dos décimas superior a la de 2000. El comportamiento del IAPC a lo largo del año estuvo muy influido por sus componentes más volátiles y recoge dos tendencias muy diferentes: un continuado repunte de las tasas interanuales, hasta alcanzar el 3,4% en mayo, como consecuencia de las crisis del sector alimenticio, y un marcado descenso a partir de junio, hasta el 2% registrado en diciembre, que se explica, principalmente, por la reducción de los precios de la energía (véase gráfico III.2). Por el contrario, el índice que excluye los alimentos no elaborados y la energía experimentó un deterioro continuado, debido a la progresiva traslación de los incrementos de los precios de importación registrados en períodos precedentes a los precios de los

bienes y servicios de consumo (véase recuadro III.4). No obstante, la incorporación paulatina del encarecimiento de los *inputs* importados a los componentes más estables de los precios de consumo ha podido verse amortiguada por el débil tono de la demanda.

En los primeros meses de 2002, el IAPC registró un notable ascenso, provocado, en gran medida, por la evolución de los componentes más inestables del índice y por el aumento de algunos precios administrados y de impuestos indirectos. Si bien los efectos del cambio de monedas nacionales por el euro sobre los precios de consumo son difícilmente estimables en su totalidad, no parece, según los estudios disponibles, que ese proceso haya tenido gran repercusión sobre la evolución del IAPC en este período. De hecho, si bien existen factores asociados al proceso de canje que podrían afectar a los precios al alza —como el traslado a los consumidores de los costes de la transición al euro—, existen otros que actuarían de forma incierta —como la fijación de precios atractivos para el consumidor— o, incluso, a la baja —como consecuencia de la mayor transparencia en la fijación de precios y la intensificación de la competencia entre empresas a nivel europeo—. No obstante, en algunos componentes del IAPC de servicios se han observado incrementos de precios inusualmente elevados, que podrían deberse al cambio de moneda.

En el año 2001, la dispersión de las tasas de inflación por países se situó en niveles similares a los de 2000. En general, aquellos países con un crecimiento mayor tendieron a registrar tasas de inflación más elevadas (véase gráfico III.3). Ello puede reflejar, en ocasiones, crecimientos relativamente altos de la productividad en los países en proceso de convergencia real. Sin embargo, a menudo son la consecuencia del ajuste pro-cíclico de los márgenes relativos de los sectores no expuestos a la competencia en aquellas economías que mantienen una presión mayor de la demanda. Por otra parte, los diferenciales de inflación observados en los últimos años parecen responder también a la distinta exposición de las economías a productos procedentes de fuera de la zona del euro, en un contexto de depreciación pronunciada del tipo de cambio (véase recuadro III.4). Finalmente, en 2001 se produjeron ajustes de los impuestos indirectos que explican, en gran medida, el diferencial positivo de inflación en países que, como Holanda y Portugal, no experimentaron un crecimiento del PIB superior a la media.



# La transmisión de los movimientos del tipo de cambio del euro a los costes y precios del área

Desde el inicio de la UEM el euro se ha depreciado significativamente, tanto frente al dólar —con una depreciación acumulada hasta principios de 2002 de alrededor del 25%— como en términos efectivos nominales —próxima al 15%—. Asimismo, a partir del momento de la introducción del euro, la inflación del área, medida por la tasa interanual de variación de los precios de consumo, experimentó un repunte sostenido, pasando de tasas inferiores al 1% en enero de 1999 a alcanzar un máximo del 3,4% en mayo de 2001. La depreciación cambiaria, junto con el aumento de los precios del petróleo, ha sido uno de los factores determinantes de esta evolución de la inflación, al encarecer las importaciones de bienes procedentes de fuera del área, que, en el año 2000, supusieron alrededor del 14% del PIB. Por otra parte, en la medida en que la exposición de las distintas economías nacionales al tipo de cambio no es idéntica dentro de la UEM, la evolución del euro ha afectado de modo distinto a la tasa de inflación observada en cada país miembro.

De hecho, tal y como muestran las barras de color rojo del panel A del gráfico, la transmisión (*pass-through*) de una depreciación del 10% del tipo de cambio frente al dólar a los costes de los consumos intermedios oscila entre 0,8 puntos porcentuales en Francia, Italia y España, y en torno a 1,5 puntos porcentuales en Holanda y Finlandia. La tasa de transmisión a los precios de consumo (barras rojas del panel B) tiene una menor magnitud, lo cual es consecuencia, en parte, del mayor peso de los bienes no comercializables en el consumo que en la producción. En este caso, una depreciación del 10% del tipo de cambio tiene un impacto sobre los precios de consumo comprendido entre 0,5 puntos porcentuales, en el caso de Holanda, y 0,2, en el de Italia.

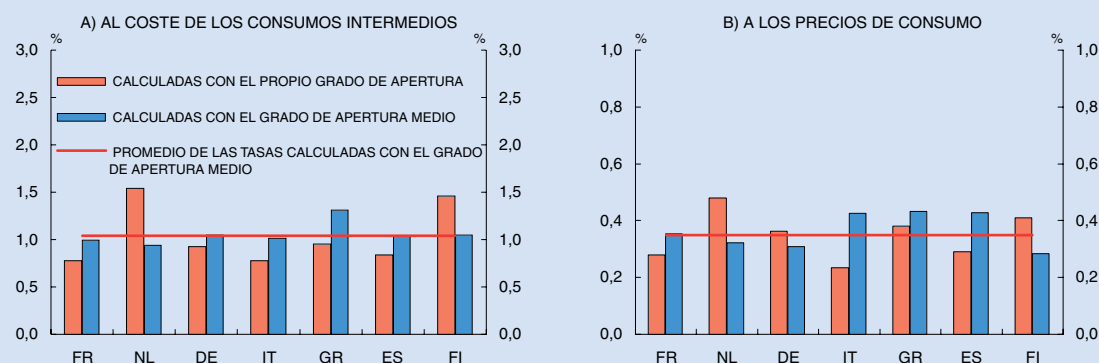
El tamaño de la transmisión de los movimientos en el tipo de cambio del euro a los costes de los consumos intermedios y a los precios de consumo final de cada uno de los países del área depende de tres factores. En primer lugar, la magnitud de la transmisión es función del grado en que los movimientos del tipo de cambio del euro son trasladados a los precios de cada uno de los bienes que importa cada país. En segundo lugar, ese efecto dependerá del grado de apertura, es decir, del peso que tiene el conjunto de estos bienes importados de fuera del área del euro en la cesta del IPC o en el total de consumos intermedios; y, en tercer lugar, de la importancia relativa de cada bien importado en la cesta del IPC o, en su caso, en la cesta de consumos intermedios.

Para intentar determinar la importancia relativa de los tres factores enumerados, se ha realizado un análisis para diez grupos de bienes. De este análisis se deduce, en primer lugar, que para cada grupo de bienes importados, el grado de traslación de los movimientos cambiarios a los precios es similar en los distintos países de la zona euro. Es decir, los precios de un mismo grupo de productos importados se ven igualmente afectados por la depreciación del tipo de cambio en todos los países. No obstante, esta traslación difiere entre los diez tipos de bienes considerados. Por tanto, las diferencias entre países en las tasas agregadas de transmisión a los costes de los consumos intermedios o a los precios de consumo deben explicarse, bien por el distinto peso relativo de las importaciones (grado de apertura), o bien por la distinta composición de estas últimas por grupos de productos.

Las barras de color azul del gráfico representan las tasas de transmisión a los costes de los consumos intermedios (panel A) y a los precios de consumo (panel B) de los siete países examinados, cuando se considera como grado de apertura de cada uno de ellos la media de los de todos. Las diferencias entre las tasas de transmisión resultantes se deben, así, solo a discrepancias en la cesta de importaciones de los distintos países, que, como se puede observar, son muy pequeñas. Por tanto, el grado de apertura de cada país a las importaciones procedentes de fuera del área aparece como la fuente principal de las diferencias existentes en la tasa de transmisión de movimientos del tipo de cambio a precios y costes.

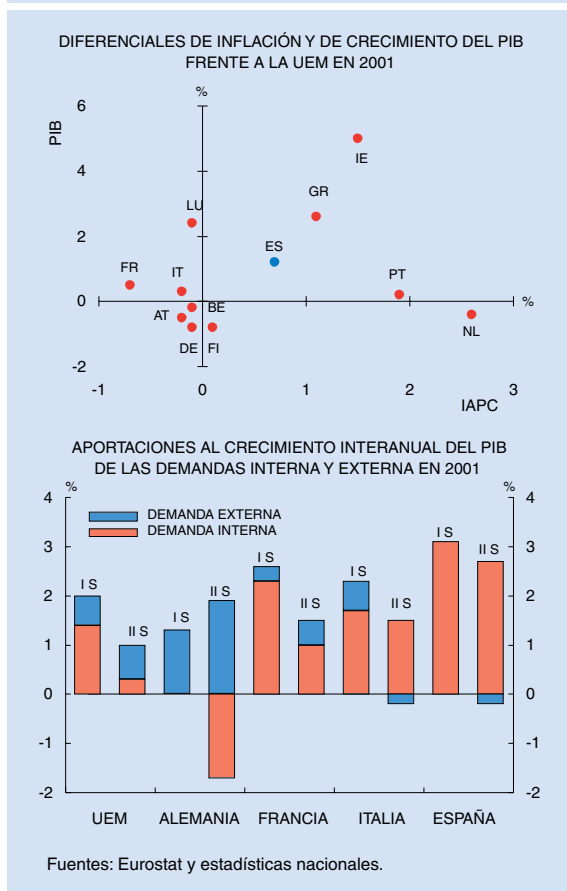
Los cálculos anteriores suponen que solo los precios de aquellos bienes que proceden de fuera del área del euro se ven afectados por un movimiento del tipo de cambio. Sin embargo, puesto que estos bienes compiten con los producidos en el territorio nacional y en los demás países de la UEM, cabe pensar que también los precios de estos productos se verán afectados por las variaciones del tipo de cambio. Estos efectos no han sido tenidos en cuenta en el ejercicio realizado. Además, no puede descartarse que la propia creación de la unión monetaria haya conducido a una disminución de la magnitud de la transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios y costes. Dos tipos de argumentos justificarían este cambio de régimen. En primer lugar, en la medida en que la creación de la UEM haya supuesto una disminución de las tasas de inflación a medio y largo plazo para un subconjunto de los países que la componen, los exportadores extranjeros a estos países podrían preferir mantener inalterados sus precios en la moneda del país destino de las exportaciones si consideran que tanto la magnitud como la persistencia de los movimientos cambiarios van a ser relativamente reducidas. En segundo lugar, la constitución de la zona del euro podría conllevar un fortalecimiento del poder de mercado de los productores europeos que compiten con los importadores en comparación con el período previo a la Unión Monetaria, por causa de la creación de una área económica de gran tamaño expuesta a la misma moneda.

## Tasas de transmisión del tipo de cambio (ante una depreciación del 10 %)



Fuentes: Eurostat y OCDE.

GRÁFICO III. 3

**Evolución por países**

A pesar de que en 2001 el IAPC superó la referencia del 2% recogida en la definición de estabilidad de precios adoptada por el BCE, las expectativas de inflación a medio plazo se mantuvieron contenidas, tal como reflejan las principales encuestas de opinión o la evolución de los precios de los bonos indicados. De este modo, la inflación media esperada para el año 2002 se mantuvo siempre por debajo del 2%, lo que señala que los agentes económicos han percibido el repunte inflacionista en 2001 y en la primera parte de 2002 como un fenómeno eminentemente transitorio (véase la parte inferior del gráfico III.2). De hecho, resulta probable que las presiones inflacionistas vayan mitigándose a lo largo de 2002, debido a la mejora del comportamiento de los componentes más volátiles y al agotamiento de la transmisión de los incrementos pasados de los precios de importación. No obstante, un nuevo encarecimiento del petróleo, un eventual aumento de los costes laborales, como resultado de elevadas demandas salariales en algunos sectores, y la posibilidad de que el impacto sobre los precios de la introducción del euro no se haya materializado toda-

vía en su totalidad, son factores que podrían modificar la tendencia a la desaceleración de la inflación en la UEM.

## III.2. LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS EN EL ÁREA DEL EURO

### III.2.1. La política fiscal

La ralentización de la economía europea tuvo lugar en un momento en el que no todos los países habían alcanzado una posición presupuestaria equilibrada, de acuerdo con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y una parte significativa de los Estados miembros habían intentado compatibilizar el logro o el mantenimiento de una situación fiscal saneada con la reducción de la presión impositiva. En este contexto, y como se ha venido reconociendo en los últimos ejercicios de vigilancia multilateral en materia de política fiscal en el ámbito europeo, no parecía apropiado recurrir a medidas discrecionales expansivas adicionales para combatir la desaceleración de la actividad. Debido a los retrasos con los que actúan, es posible que el impacto de esas medidas comience a manifestarse cuando la posición cíclica ya ha empezado a cambiar, y la experiencia indica que, a menudo, estas normas terminan por convertirse en permanentes, introduciendo un sesgo expansivo en la política presupuestaria. Estos riesgos resultan especialmente relevantes cuando las cuentas públicas de algunos países presentan todavía desequilibrios estructurales y es patente la necesidad de construir un margen suficiente para hacer frente en el futuro a las consecuencias presupuestarias del envejecimiento de la población.

En consecuencia, las cuentas públicas deben adaptarse normalmente a la desaceleración de la actividad a través del juego de los estabilizadores automáticos, siempre que no den lugar a déficit excesivos, de acuerdo con lo estipulado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Tal y como señalan las conclusiones del Consejo de Barcelona, la actuación de los estabilizadores debe ser simétrica, de forma que, en las fases de auge, su funcionamiento dé lugar a una mejora en la situación de las cuentas públicas. Así, se facilitaría que, también en las épocas de debilidad económica, su acción pueda alcanzar una intensidad suficiente, sin vulnerar los límites establecidos. En Europa, la sensibilidad cíclica de los estabilizadores automáticos —y, por tanto, su potencial estabilizador— es muy superior a la que

existe en otras áreas, como, por ejemplo, Estados Unidos, debido a la mayor presión fiscal y al mayor gasto en protección por desempleo.

Durante el pasado año se registró un deterioro moderado del saldo presupuestario agregado para la zona del euro. El déficit público del conjunto de la UEM se situó en el 1,3% del PIB, frente al 0,8% registrado un año antes, lo que representa el primer aumento del déficit desde 1993. De acuerdo con los cálculos más recientes de la Comisión Europea, el superávit primario ajustado por el ciclo —que permite evaluar la evolución estructural de las cuentas públicas— registró una disminución del 0,3% del PIB en el pasado ejercicio, para el conjunto de la zona del euro, si bien esta cifra es resultado de un comportamiento muy diferente de los Estados miembros. De hecho, en cuatro países, el superávit primario ajustado por el ciclo aumentó. Del resto de Estados, Alemania, Irlanda y Holanda fueron los que mostraron un deterioro más significativo de ese saldo (véase gráfico III.4).

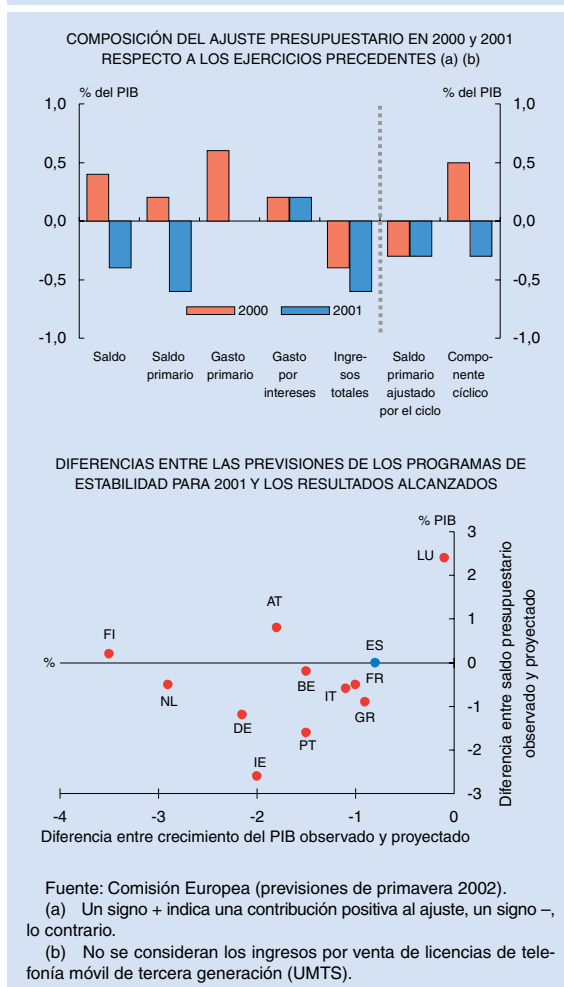
El aumento del déficit estructural en el conjunto de la zona del euro —especialmente en Alemania— fue consecuencia, sobre todo, del impacto de las rebajas de impuestos, no compensadas por el lado del gasto, que fueron adoptadas al inicio del año, antes de que se hiciera patente el debilitamiento de la actividad. Los recortes impositivos, en la mayoría de los casos, forman parte de una estrategia de política económica más amplia, que persigue la reducción de la imposición sobre el trabajo, con el fin de impulsar la creación de empleo. No obstante, algunos países, cuyas finanzas públicas presentaban una posición estructural más desahogada, adoptaron medidas discrecionales para hacer frente al descenso del crecimiento, si bien estas actuaciones tuvieron una cuantía muy limitada.

En cuanto a la composición de la variación experimentada en el saldo, se observó un descenso del peso del gasto público en el PIB de 0,2 puntos porcentuales, que se corresponde con una caída similar de los pagos por intereses, mientras que la participación del gasto primario en el producto se mantuvo constante. Los ingresos también disminuyeron, por una cuantía del 0,6% del PIB.

La imprevista intensidad de la desaceleración económica provocó que solo en cuatro países de la zona del euro —España, Austria, Finlandia y Luxemburgo— se alcanzaran los objetivos presupuestarios contenidos en los programas de estabilidad presentados a finales del año 2000, lo que, por otra parte, es indicati-

GRÁFICO III.4

### UEM. Política fiscal



vo del compromiso de esos países con la estabilidad de las finanzas públicas. En el resto de países se produjeron desviaciones de distinta importancia, dependiendo del grado de debilidad de la demanda, de la sensibilidad cíclica de los saldos presupuestarios y de las medidas expansivas, tales como recortes impositivos, decididas en los ejercicios precedentes. Desde un punto de vista agregado, esas desviaciones se explican, en gran parte, por el hecho de que, en sus programas de estabilidad, los Estados miembros previeron un crecimiento del conjunto de la zona del euro de un 3,2% en 2001, que fue 1,7 puntos porcentuales superior a la tasa efectivamente observada.

En algunos países, el impacto de la desaceleración de la actividad sobre las cuentas públicas ha puesto de manifiesto el insuficiente ajuste estructural acometido en años recientes. Hasta ahora, la lentitud del proceso de consolidación había quedado parcialmente encubierta por el efecto de la fase

## Indicadores de aspectos estructurales

	UE		EEUU	
	2000	2001	2000	2001
<b>MERCADO DE TRABAJO:</b>				
Tasa de ocupación (15 a 64 años)	63,2	64,0	73,9	74,1
Femenino	54,0	54,9	67,6	67,9
Masculino	72,5	73,0	80,5	80,6
Tasa de ocupación (de 55 a 64 años)	37,8	38,6	57,7	57,7
Femenino	27,9	28,9	50,1	50,5
Masculino	48,0	48,7	66,1	65,6
Tasa de paro	9,4	8,4	4,0	4,8
Femenino	11,0	9,9	4,1	4,7
Masculino	8,2	7,3	3,9	4,8
Tasa de paro de larga duración (más de 12 meses en EEUU y más de 27 semanas en EEUU)	3,6	3,9	0,5	0,6
Impuestos directos y cotizaciones sociales	38,6	37,8	29,0	27,7
<b>INNOVACIÓN Y TECNOLOGÍA:</b>				
I+D (% de PIB)	1,9	1,9	2,7	2,8
Administración Pública	0,7	0,7	0,7	0,7
Resto	1,3	1,2	2,0	2,1
Porcentaje de hogares con acceso a Internet (UEM)	28,4	37,7	30,0	46,7
Patentes presentadas por millón de habitantes (a)	210,1	226,5	455,7	471,2
Gasto en tecnología de información y comunicaciones en % del PIB (a)	6,4	6,9	7,9	8,0
En tecnología de información	3,9	4,2	5,3	5,4
En comunicaciones	2,5	2,7	2,6	2,6
Exportación alta tecnología sobre exportaciones totales	19,8	19,9	30,0	
<b>PRECIOS SECTORIALES:</b>				
Precio de telecomunicaciones (euros/minuto)				
Llamadas locales	0,041	0,041	0,013	0,013
Llamadas nacionales	0,134	0,115	0,063	0,063
Precios de electricidad (euros/KW)				
Usuarios industriales	0,064	0,063		
Hogares	0,104	0,103		
Precios del gas (euros/gigajulio)				
Usuarios industriales	5,01	6,12		
Hogares	7,76	8,70		
<b>COMERCIO EXTERIOR EN % DEL PIB (a) (b):</b>				
Comercio intracomunitario	17,8	17,6		
Comercio exterior total	11,5	11,5	10,3	9,4
<b>MERCADOS FINANCIEROS:</b>				
Inversión en capital riesgo (% del PIB)	0,14	0,23	0,50	0,89

Fuentes: Comisión Europea, OCDE, Oficina de Estadísticas Laborales y Ministerio de Comercio de EEUU.

(a) Los datos son de 1999 y 2000.

(b) Los datos son de 1999 y 2001.

alcista del ciclo y de la disminución de los pagos por intereses. Sin embargo, al materializarse en 2001 las consecuencias presupuestarias del menor crecimiento, se observó con claridad que algunos países no habían alcanzado posiciones presupuestarias suficientemente saneadas, lo que ha hecho que su déficit público en 2001 se haya situado próximo al límite del 3% del PIB, que recoge el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En este contexto, en enero de 2002, la Comisión Europea decidió proponer que el Consejo ECOFIN emitiera una recomendación advirtiendo a Alemania y Portugal del riesgo de que en 2002 rebasaran el límite de déficit del 3% (lo que se conoce como procedimiento de *alerta temprana*—*early warning*—). El Consejo no adoptó formalmente esta recomendación, ya que las autoridades de ambos países se comprometieron públicamente a cumplir las obligaciones contraídas en el marco del Pacto de Estabilidad, de forma que el déficit público no excediera en ningún caso del 3% del PIB, y, en particular, a respetar el compromiso, adquirido con anterioridad al inicio de la fase de menor crecimiento, de alcanzar un saldo equilibrado en 2004.

### III.2.2. Las políticas estructurales

Los programas de reforma estructural recibieron un fuerte impulso político en el Consejo de Lisboa de marzo de 2000, en el que se fijaron unos objetivos muy ambiciosos para la década actual, cuya consecución exigía una estrategia global y el perfeccionamiento de los procesos de coordinación a todos los niveles de la UE. El objetivo era elevar el crecimiento potencial de la economía europea hasta el entorno del 3%, desde el 2%-2,5% actual, y alcanzar el pleno empleo en 2010. Transcurridos dos años, en el Consejo de Barcelona se ha pasado revista a los progresos conseguidos y se ha renovado el impulso en algunos ámbitos. Esta revisión era tanto más necesaria por cuanto a lo largo del año 2001 se produjo una pérdida de impulso del proceso de reformas contemplado en Lisboa, posiblemente como consecuencia de un cierto cambio en la agenda de prioridades de las autoridades económicas en un momento de debilidad cíclica de la actividad económica.

En el mercado de trabajo, los objetivos para 2010 incluían la consecución del pleno empleo y una tasa de ocupación para el conjunto de la economía del 70%, del 60% para la población femenina y del 50% para la población entre 55 y 64 años, nive-

les que distan significativamente de los observados en la actualidad (véase cuadro III.2). Además, la desaceleración de 2001 ha agravado el desempleo en algunos segmentos, como es el caso de los parados de larga duración. Con el fin de alcanzar esos objetivos, en el Consejo de Barcelona se propuso revisar los regímenes fiscales y de prestaciones por desempleo para incrementar la oferta de mano de obra, al tiempo que se hizo hincapié en la necesidad de que los mecanismos de determinación salarial tengan en cuenta las diferencias de productividad. En el caso de la tasa de ocupación femenina, se establecieron unos objetivos para suprimir los obstáculos existentes en la participación de la mujer en el mercado laboral. Finalmente, los países de la UE se comprometieron a prolongar la edad media de jubilación en cinco años por término medio antes de 2010, lo que, entre otras cosas, atenuaría el impacto presupuestario del envejecimiento de la población.

En cuanto a la liberalización e integración de las industrias de red, se han logrado avances significativos en algunos campos. Sin embargo, persiste un buen número de rigideces estructurales que limitan las oportunidades de inversión de las empresas y el ajuste competitivo de los precios, y obstaculizan, por tanto, el aprovechamiento de los beneficios del mercado único. En los dos ámbitos básicos de actuación de las industrias de red —liberalización e interconexión— los progresos han sido desiguales. En el primer caso ha habido avances satisfactorios, en términos generales, aunque no de forma paralela en todos los países de la zona. En el Consejo de Barcelona se establecieron calendarios de liberalización en los sectores de electricidad y gas para los consumidores no domésticos, que se estima que representan en torno al 60% del mercado. En lo que concierne a la interconexión de infraestructuras, los avances en los sectores energético y de transportes son lentos, lo que condiciona la existencia de un mercado único de la energía en la UE y limita la integración comercial intracomunitaria. De todos modos, el compromiso de alcanzar en 2005 un nivel de interconexión entre países de, como mínimo, el 10% de la capacidad de producción eléctrica instalada es alentador. El impulso dado en Barcelona al proyecto Galileo y, en el ámbito del transporte, al Programa de Cielo Único, al segundo paquete ferroviario y a algunos proyectos diseñados para reducir estrangulamientos en el transporte a través de zonas montañosas, constituyen avances relevantes. Por lo que respecta al mercado de telecomunicacio-

nes, el objetivo de la plena integración de este sector en 2001 está lejos de haberse alcanzado, aunque se han dado algunos pasos. Así, a finales de 2001 se introdujo un nuevo marco regulador, que establece, entre otras cosas, que el tratamiento de los distintos soportes de los servicios de telecomunicaciones (fibra óptica, cable, etc.) debe ser homogéneo.

En materia de competencia, no se ha avanzado lo suficiente en ámbitos como las ayudas de Estado, la transposición de directivas, la apertura de los procesos de contratación pública o la disminución de las barreras administrativas a la actividad empresarial, en particular a las PYME. En el ámbito de la economía de la información y el conocimiento, también existen amplios márgenes de mejora. La inversión en I+D se ha venido situando significativamente por debajo de la de EEUU y, además, se estancó en 2001 en un nivel muy lejano del 3% del PIB establecido en Barcelona como objetivo para el año 2010. Así, el cumplimiento del reto de que la UE se constituya en la economía más dinámica del mundo, tal como se señaló en Lisboa, requiere redoblar los esfuerzos para favorecer la innovación tecnológica. Los datos disponibles sobre patentes registradas, los ingresos netos por *royalties* o las exportaciones de bienes de alta tecnología muestran de forma nítida la inferioridad de Europa respecto a Estados Unidos en este terreno.

Por último, la ausencia de una plena integración de los mercados de valores, capital-riesgo y de servicios financieros en general es difícilmente compatible con una asignación eficiente del ahorro disponible a escala europea, limitando los beneficios de la moneda única. La falta de un entorno legal plenamente uniforme, la insuficiente homogeneización e interconexión de los sistemas de liquidación y compensación, las diferencias vigentes en el tratamiento fiscal del ahorro y la incompleta armonización de las normas contables son solo ejemplos de las barreras que impiden el pleno aprovechamiento, en el ámbito financiero, de la unión monetaria. No obstante, tras varios meses de discusión, se ha alcanzado un acuerdo entre el Parlamento Europeo y la Comisión Europea para aplicar el procedimiento legislativo simplificado y acelerado que se propuso en el informe Lamfalussy en 2001, lo que constituye un avance prometedor. De esta forma, se espera que durante el año en curso se apruebe un buen número de directivas y reglamentos que permitan cumplir el compromiso de alcanzar la integración de los mercados de valores en 2003 y de avanzar

en el logro de la integración de todos los servicios financieros en 2005.

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

#### **III.3.1. Las decisiones de política monetaria**

Durante el año 2001, la política monetaria tuvo que adaptarse a la progresiva ralentización de la actividad económica en la zona del euro y a la elevada incertidumbre sobre la evolución futura de la economía mundial, especialmente tras los sucesos del 11 de septiembre en Estados Unidos. Si bien, como se ha comentado, la inflación se situó en 2001 por encima del 2%, como consecuencia de diversos factores de naturaleza transitoria, las perspectivas sobre el comportamiento de los precios a los horizontes relevantes para la toma de decisiones de política monetaria se mantuvieron, en general, favorables. Esto permitió que las condiciones monetarias resultaran propicias para el desarrollo de la actividad económica y, de este modo, contribuyeran a moderar el alcance de la desaceleración cíclica.

Durante el primer cuatrimestre del año, la política monetaria estuvo condicionada por la evaluación del impacto de la brusca ralentización de la actividad en Estados Unidos sobre la zona del euro. Aunque existían indicios de que el ritmo de expansión de la actividad económica estaba moderándose, los indicadores disponibles no llegaban a evidenciar una situación de franca desaceleración y reflejaban el mantenimiento de las tensiones inflacionistas que dominaron la segunda parte del año 2000. Por su parte, el tipo de cambio del euro, que se había ido recuperando en la segunda mitad del año 2000, hasta alcanzar un máximo relativo de 0,95 dólares en enero de 2001, fue deslizándose, de nuevo, a la baja, lo que suponía un factor de riesgo inflacionista (véase gráfico III.5). Habida cuenta, además, de la relativa laxitud que mantenían las condiciones financieras del área, tal y como evidenciaba la evolución de los agregados monetarios —cuya interpretación resultó particularmente compleja a lo largo del año— y crediticios, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener inalterado su tipo de interés principal durante el primer cuatrimestre en el 4,75%, nivel en el que lo había situado en octubre de 2000, tras



GRÁFICO III.5

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



completar un ciclo alcista de 225 puntos básicos iniciado en noviembre de 1999.

A lo largo del segundo trimestre se hizo más patente el empeoramiento del entorno internacional, principalmente de las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos —a pesar de que la Reserva Federal venía instrumentando desde enero bajadas intensas de los tipos de interés— y la agudización de la desaceleración en las principales economías de la zona del euro. Pese al repunte ocasional de los precios, provocado por las crisis ganaderas, la creciente debilidad de la actividad supuso una disminución de los riesgos en el frente de los precios, lo que propició que el Consejo de Gobierno del BCE recortara su tipo oficial de referencia en 25 puntos básicos el 10 de mayo de 2001 (véase gráfico III.6).

Tras el período estival, se afianzó el deterioro de las perspectivas económicas, al tiempo que la situación inflacionista se vio más aliviada, tanto por la propia debilidad de la demanda como por la progresiva atenuación del efecto del alza del precio del petróleo y de la crisis del sector ali-

GRÁFICO III.6

### Tipos de interés de la zona del euro

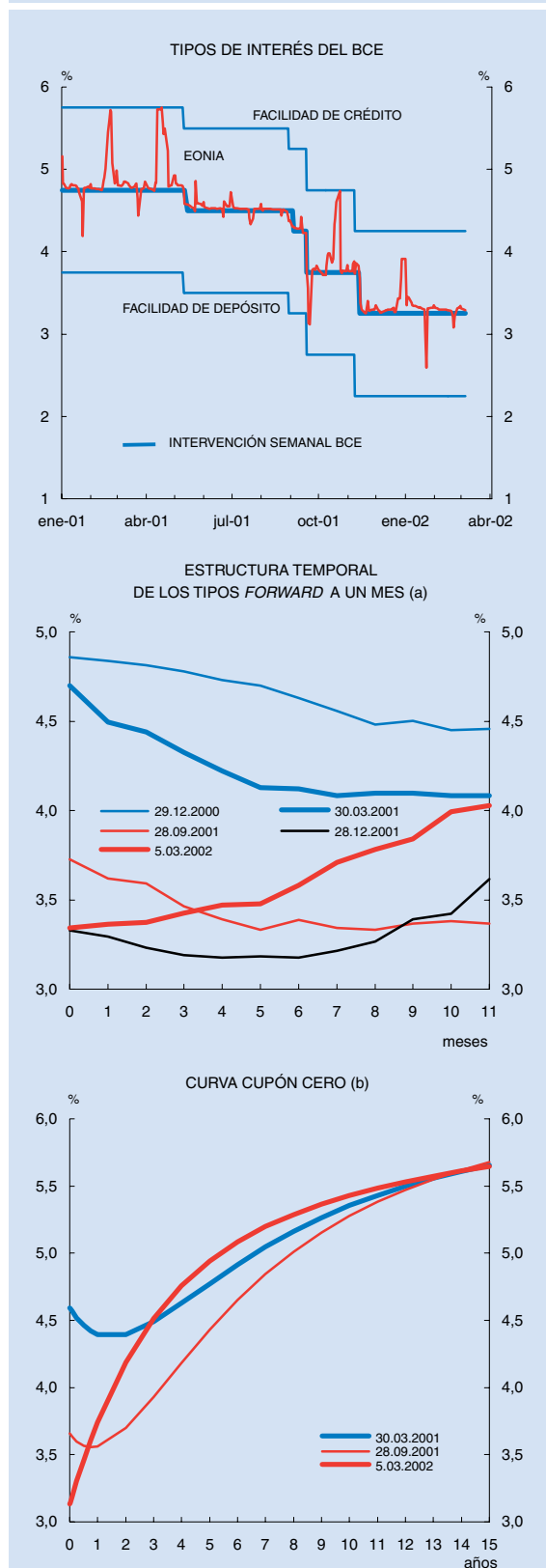
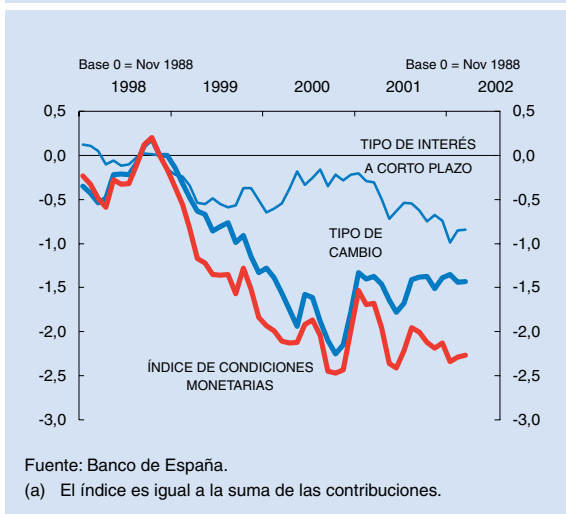




GRÁFICO III.7

### Índice de condiciones monetarias en la UEM: contribuciones (a)

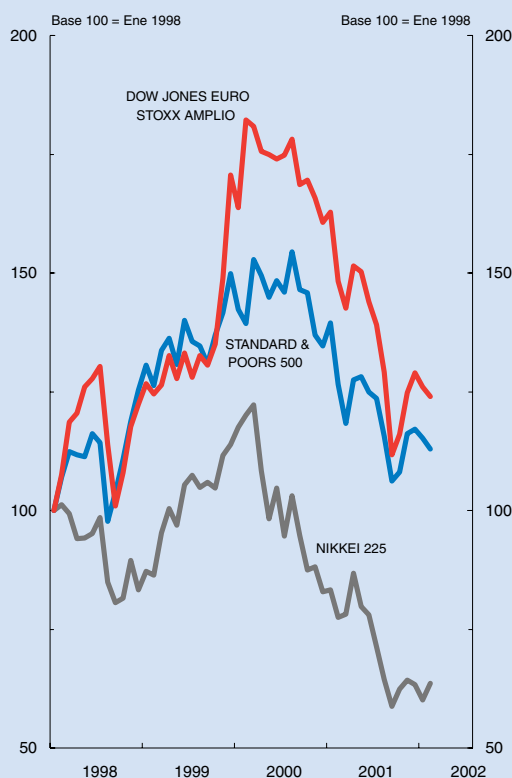


menticio. En este contexto, el BCE redujo, de nuevo, los tipos de interés en 25 puntos básicos el 30 de agosto.

Los graves sucesos del 11 de septiembre supusieron un aumento significativo de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas y un notorio empeoramiento de la confianza de los agentes. Con carácter de urgencia, los principales bancos centrales del mundo adoptaron algunas medidas con el propósito de garantizar el funcionamiento de los sistemas de pagos y minimizar el impacto sobre la estabilidad del sistema financiero. Además, el 17 de septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió rebajar su tipo oficial en 50 puntos básicos, en consonancia con una medida similar de la Reserva Federal norteamericana. El temor por la prolongación de esta fase de incertidumbre económica a escala mundial y la clara revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento e inflación en el área empujaron a las autoridades monetarias a reducir, el 8 de noviembre, otros 50 puntos básicos su tipo de referencia, hasta el 3,25%. Esta ha sido la última bajada de tipos decidida hasta el momento, con lo que el descenso acumulado durante 2001 de los tipos oficiales llegó a 150 puntos básicos. En los últimos meses, la necesidad de acumular más información sobre el alcance de la incipiente recuperación y el mantenimiento de unas perspectivas de inflación, en línea con el objetivo de estabilidad de precios, han aconsejado que el BCE mantuviera estable el tono de su política monetaria.

GRÁFICO III.8

### Índices de los mercados bursátiles



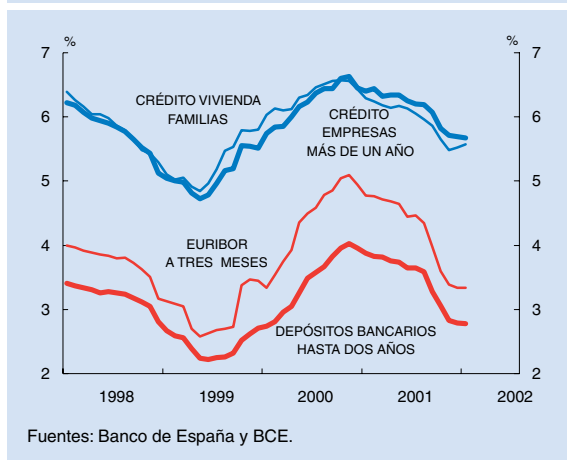
Fuentes: Banco de España y BCE.

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

Durante 2001, las condiciones monetarias de la zona del euro fueron relativamente holgadas, como consecuencia tanto de los recortes de los tipos de interés oficiales —que condujeron a unos tipos nominales y reales muy bajos, si se comparan con los de las últimas décadas— como del mantenimiento del tipo de cambio del euro a unos niveles reducidos (véase gráfico III.7). A juzgar por las curvas de rendimientos, los mercados descontaban una cierta disminución de los tipos oficiales a lo largo de 2001, pero menos intensa que la finalmente aplicada, en consonancia con el progresivo deterioro de las perspectivas sobre la evolución económica en la zona del euro en el curso del año (véase gráfico III.6). A finales del año, a medida que empezaron a confirmarse los indicios sobre el término de la desaceleración y se iba reduciendo la incertidumbre generada tras el 11 de septiembre, los mercados interbancarios comenzaron a anticipar un cambio de orientación de las decisiones de política monetaria, que ha ido acentuándose en los primeros meses de

GRÁFICO III.9

## Tipos de interés de la zona del euro

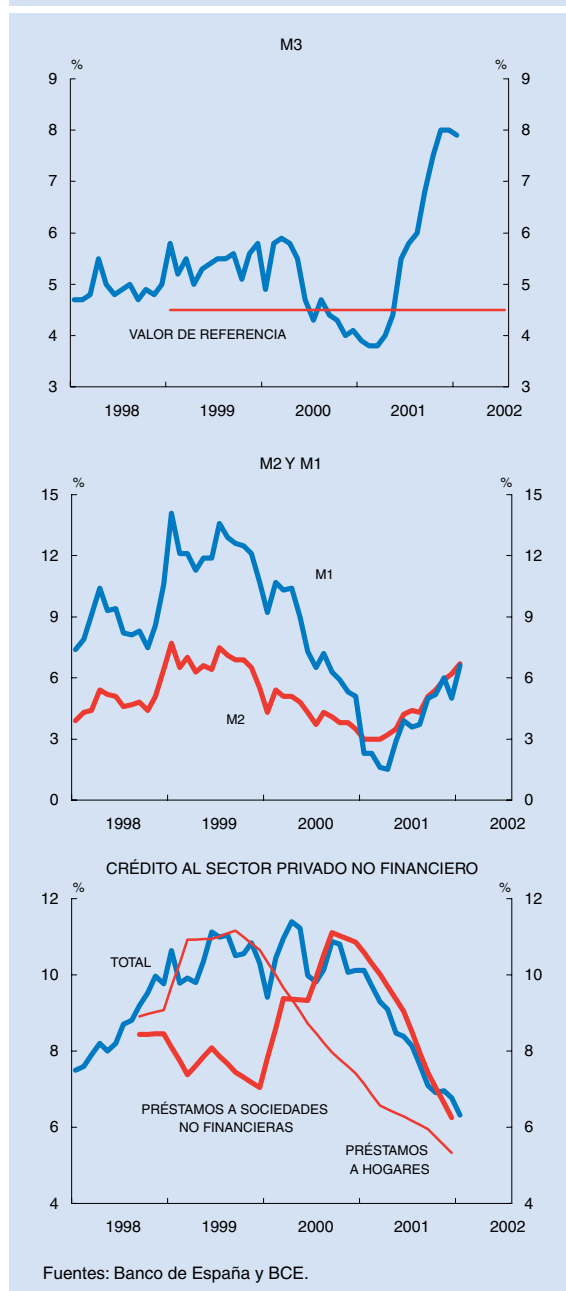


2002 y que apunta a un gradual aumento de los tipos oficiales a lo largo del presente año.

Por su parte, los tipos de largo plazo se mantuvieron en niveles inferiores en 50 puntos básicos, aproximadamente, a los observados durante el año 2000, en línea con las menores expectativas de inflación y con el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico. Además, esta disminución de los tipos a largo plazo —que, entre otras cosas, supuso un abaratamiento del servicio financiero de la deuda pública— fue coherente con los desplazamientos financieros que se produjeron durante el año desde la renta variable hacia los valores de renta fija, en un contexto de elevada incertidumbre. Del mismo modo, el reciente aumento observado en los tipos a largo plazo puede reflejar las expectativas del mercado sobre un ritmo mayor de crecimiento nominal de la economía.

La transmisión de las decisiones de política monetaria a los tipos de interés fijados por las entidades de crédito en las operaciones de crédito y depósito con su clientela fue prácticamente inmediata. En concreto, como se observa en el gráfico III.9, las entidades adaptaron la rentabilidad de sus activos y pasivos en sincronía con la evolución del EURIBOR a 3 meses. De todos modos, tal como se expone en la sección anterior y en el recuadro III.1, esto no significa necesariamente que el coste del endeudamiento se haya abaratado de modo generalizado, ya que las primas de riesgo aplicadas a aquellos agentes que han aumentado sensiblemente su endeudamiento para financiar ambiciosos proyectos de inversión se han incrementado. Este factor, junto con la caída

GRÁFICO III.10

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

de los índices bursátiles, tanto europeos como internacionales (véase gráfico III.8), compensó, en alguna medida, la holgura de las condiciones monetarias de la economía.

El seguimiento y la interpretación de los agregados monetarios durante el año 2001 han sido especialmente difíciles, pues han estado determinados por factores de diversa índole: en primer lugar, el BCE modificó la composición del agregado con objeto de eliminar las tenencias de instrumentos nego-

ciables por parte de no residentes. En segundo lugar, el proceso de canje de monedas y billetes afectó a la demanda de efectivo en euros tanto de agentes residentes como de no residentes en la UEM. La menor solicitud de efectivo —que anticipaba el inminente canje al euro físico— se reflejó en una mayor adquisición de otros instrumentos líquidos, como los depósitos a la vista o con preaviso. De hecho, pese a la fuerte caída experimentada en la demanda de efectivo (que alcanzó el 32,5% en diciembre de 2001, en términos interanuales), todos los agregados monetarios se aceleraron en la segunda parte del año.

Pero, sobre todo, el clima de elevada incertidumbre condujo a intensos desplazamientos financieros en las carteras de los agentes, que se saldaron con un fuerte aumento de la demanda de activos líquidos, por lo que M3 terminó el año mostrando una tasa de crecimiento interanual del 8%, muy por encima de la referencia del 4,5% establecida por el BCE (véase gráfico III.10). Este fenómeno —que no implica, necesariamente, un aumento subsiguiente del gasto que provoque alzas de precios— pone de relieve la importancia, enfatizada por el BCE, de evitar interpretaciones mecanicistas de las desviaciones de M3 sobre su valor de referencia de largo plazo. En este sentido, se ha hecho uso de la flexibilidad que incorpora la estrategia de política monetaria del BCE, realizando una interpretación prudente de la evolución de M3 y evaluando adicionalmente el comportamiento de otros agregados monetarios y crediticios, junto con el resto de las variables, reales y financieras, que resultan relevantes para la valoración de las perspectivas de precios.

El crédito concedido al sector privado no financiero por las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) de la zona del euro mostró elevados ritmos de aumento, si bien, a lo largo de 2001, se produjo una desaceleración progresiva. Así, al cierre del año, el crecimiento interanual se situó ligeramente

por debajo del 7%, lo que contrasta con las tasas superiores al 10% del año anterior. La ralentización observada en el crédito es, probablemente, el reflejo de diversos factores, como el efecto retardado de las subidas en los tipos de interés activos de los bancos entre mediados de 1999 y finales de 2000, la menor actividad económica en la zona del euro y la menor relevancia de otros elementos, como la actividad de fusiones y adquisiciones y el fuerte proceso inversor llevado a cabo por empresas europeas en el exterior, que habían impulsado temporalmente la demanda de financiación bancaria en los años anteriores. El análisis sectorial revela que es en el caso de las familias donde la desaceleración del crédito es algo más intensa, en especial por la menor concesión de crédito al consumo.

Como resultado de la evolución más moderada del crédito y del hecho de que los recursos interiores de las IFM —obtenidos mediante la emisión tanto de instrumentos incluidos en M3 como de pasivos financieros a más largo plazo— aumentaron notablemente, el endeudamiento neto de este sector en el exterior fue prácticamente nulo en 2001, lo que contrasta con los incrementos acumulados en los tres últimos años. A su vez, en la cuenta financiera de la balanza de pagos se constató una disminución significativa de las salidas netas de capital por inversiones directas y de cartera en comparación con el año anterior. Debe destacarse que, al contrario de lo que ocurrió en 2001, se observaron flujos negativos de inversión directa, lo que sugiere una menor rentabilidad relativa de los proyectos de inversión en la UEM que en otras áreas más dinámicas. Sin embargo, la zona del euro captó recursos en términos netos mediante inversiones en cartera, como consecuencia tanto de las menores adquisiciones de acciones en el exterior por parte de residentes como de las mayores ventas de valores de renta variable a no residentes, lo cual puede ser una señal de que las acciones emitidas por las empresas europeas están entrando a formar parte, de manera creciente, de las carteras de los grandes inversores financieros internacionales.

## CAPÍTULO IV

# LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## IV.1. LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

### IV.1.1. Las condiciones monetarias y financieras

A lo largo del año 2001, y en un contexto de desaceleración del crecimiento, las condiciones monetarias y financieras de la economía española mostraron un grado de holgura similar al registrado el año anterior, ya que la reducción de la tasa de inflación y la ligera apreciación del tipo de cambio del euro se vieron compensadas por los menores tipos de interés derivados del tono más relajado de la política monetaria única. Estas condiciones continuaron siendo más holgadas que en el resto de la zona euro, si bien esta diferencia se fue atenuando a medida que disminuía el dinamismo de la demanda y se reducía el diferencial de inflación entre España y la UEM. Los activos financieros más líquidos y, en mayor medida, los agregados crediticios crecieron en España, por tercer año consecutivo, a ritmos elevados y superiores a los registrados en la UEM, aunque a lo largo del año y en los meses transcurridos de 2002 se han observado signos de desaceleración.

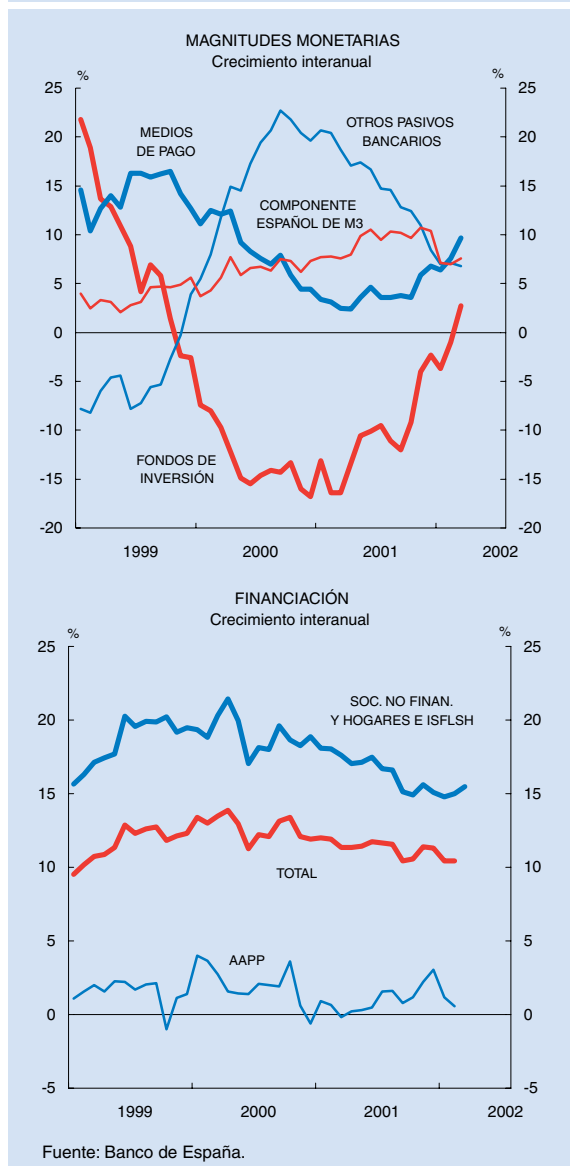
La financiación total a los sectores residentes no financieros creció el pasado año a una tasa próxima al 11%, solo un punto porcentual menos que en 2000 y más de cinco puntos por encima del aumento registrado por este agregado en el conjunto de la UEM. Por componentes, se produjo una desaceleración de la financiación a las sociedades no financieras y los hogares, que contrasta con la aceleración experimentada por la financiación a las Administraciones Públicas (véase gráfico IV.1). Con todo, el crecimiento de la financiación a las sociedades no financieras y los hogares se situó en el 14%, en tasa interanual, registrándose

se un nuevo avance de las *ratios* de endeudamiento de este sector (de más de cuatro puntos en términos de PIB, en el caso de las sociedades, y de dos, en el de los hogares), que se comenta con detalle en el capítulo V de este Informe.

Los activos financieros más líquidos experimentaron también un mayor avance en España que en la zona euro, si bien las diferencias relativas fueron reduciéndose progresivamente. Los medios de pago, agregado formado por el efectivo y los depósitos a la vista y de ahorro, registraron un crecimiento moderadamente ascendente a lo largo del año, situándose su tasa de crecimiento interanual en el 6,9% al final del mismo, pese a la considerable contracción del efectivo en circulación (-21,3%, en diciembre de 2001). La evolución del efectivo ha estado influenciada por el canje de pesetas por euros a comienzos de 2002, de modo que dicho canje parece haber inducido a una parte importante de las sociedades y de los hogares españoles a sustituir efectivo por depósitos bancarios. La misma tendencia hacia la aceleración se registró en la evolución de las participaciones en fondos de inversión colectiva, que se beneficiaron de un nuevo cambio fiscal en junio de 2000, y en el componente español de M3, que creció un 10,4% en 2001, frente a un aumento del 8% en el conjunto de la UEM. Solo los depósitos a plazo redujeron significativamente su ritmo de avance.

A lo largo de los meses transcurridos de 2002, los agregados crediticios y, de forma más clara, los monetarios están registrando crecimientos más moderados, que evidencian una cierta convergencia, aunque todavía insuficiente, hacia tasas más acordes con la situación general de la actividad económica en España.

GRÁFICO IV.1

**Sectores residentes no financieros****IV.1.2. Las políticas macroeconómicas domésticas**

La política fiscal en el año 2001 se orientó al logro del equilibrio presupuestario, tal y como establecieron los Presupuestos Generales del Estado de ese año. Para alcanzar dicho objetivo se requería un descenso de las necesidades de financiación de las AAPP de tres décimas del PIB, en un contexto en el que se preveía un menor crecimiento del producto y una menor inflación que el año anterior. Partiendo de las cifras provisionales de cierre del año 2000 entonces disponibles, los Presupuestos estimaban una mejora del saldo fiscal de todos los agentes que se materializaría en un nuevo recorte de las necesidades de finan-

ciación del Estado de tres décimas del PIB, en una caída del déficit de las Administraciones Territoriales de una décima, hasta alcanzar el equilibrio, y en la obtención, por tercer año consecutivo, de un superávit de la Seguridad Social equivalente al 0,3% del PIB.

El objetivo establecido para el año 2001 se enmarcó en la trayectoria de consolidación fiscal que ha constituido el eje de la política económica en los últimos años, en línea con los requerimientos del Pacto de Estabilidad y de Crecimiento, y que se ha plasmado en las sucesivas actualizaciones del Programa de Estabilidad. En la Actualización para el período 2000-2004, que el Gobierno español presentó en enero de 2001, se establecía que, tras el logro del equilibrio en ese año, las cuentas públicas alcanzarían una posición de superávit que se mantendría hasta el final del período considerado. Por su parte, la *ratio* de deuda pública en relación con el PIB, tras situarse por debajo del 60% en 2001, continuaría cayendo hasta alcanzar el 49,6% en 2004. Se preveía que este proceso fuera acompañado de un descenso en el déficit estructural y de un aumento del superávit estructural primario.

Como en años anteriores, los Presupuestos para el año 2001 hicieron recaer el ajuste de las necesidades de financiación sobre el gasto corriente primario —en particular en la remuneración de los asalariados— y en el descenso de los intereses efectivos pagados, a la vez que se mantenía el peso de los ingresos totales sobre el PIB, apoyado en el incremento de ciertos ingresos corrientes de carácter extraordinario. Entre las medidas incluidas en estos Presupuestos cabe destacar, por el lado de los ingresos, el aumento de la tasa por el uso del espacio público radioeléctrico —establecida tras la concesión de las licencias para operar con la tecnología UMTS— y la decisión de no actualizar la tarifa del IRPF con la tasa de inflación prevista, que tuvo también un efecto expansivo sobre la recaudación. Por el lado de los gastos, las medidas de disciplina presupuestaria se plasmaron en la prolongación, durante el año 2001, de la limitación sobre la oferta de empleo público y en la exclusión de los créditos del INSALUD destinados al pago de productos farmacéuticos de la lista de créditos ampliables, al tiempo que se establecía un incremento de los sueldos de los funcionarios y de las pensiones, en línea con la previsión oficial de inflación (2%). La aplicación de estas medidas debía permitir incrementar la inversión pública —prioritaria en la estrategia de gasto público, en el horizonte de previsión de los Programas de Estabilidad— y efectuar ciertas políticas expansivas de gasto, sin poner en peligro el logro del equilibrio

presupuestario. Entre estas últimas hay que destacar la paga extraordinaria a los pensionistas por la pérdida del poder adquisitivo registrada el año anterior, la concesión de ciertas ventajas fiscales a determinados colectivos por el aumento de los precios de los carburantes en el 2000 y el pago de las bonificaciones a las cuotas empresariales por la contratación indefinida, que siguieron en vigor en 2001. Se aprobó, por último, una dotación de 541 millones de euros al fondo de reserva de las pensiones, sin impacto sobre el total de gastos no financieros.

La política fiscal definida a partir de este conjunto de medidas pretendía alcanzar un tono moderadamente restrictivo, que resultaba coherente con una situación económica en la que se esperaba que, a pesar de la moderada desaceleración prevista en la actividad y en la inflación, la demanda final mantuviera un notable dinamismo. Este tono de la política fiscal resultaba también acorde con las recomendaciones de las Orientaciones Generales de Política Económica para España en materia fiscal, aprobadas por el Consejo Europeo en junio de 2001, en las que se sugería, además, la reforma del sistema público de pensiones y el incremento de las dotaciones al fondo de reserva hasta alcanzar un importe equivalente al 1% del PIB en 2004. En las condiciones establecidas por un crecimiento inferior al supuesto en el escenario macroeconómico de los presupuestos para el año 2001, el tono de la política fiscal resultó estar en línea con lo programado.

La estrategia de política fiscal definida para 2002 se ha centrado nuevamente en el mantenimiento de la estabilidad presupuestaria. Así, los Presupuestos Generales del Estado aprobados para este año fijaron como objetivo el equilibrio de las cuentas públicas. Ese objetivo sería ratificado posteriormente en la Actualización del Programa de Estabilidad para el período 2001-2005. Por otra parte, en diciembre de 2001 se aprobaron algunas iniciativas legislativas de trascendencia para la consolidación de la disciplina fiscal en el medio y largo plazo, y para la profundización del proceso de descentralización fiscal hacia las Comunidades Autónomas. En primer lugar, cabe mencionar las Leyes de Estabilidad Presupuestaria (1), que entraron en vigor el pasado 1 de enero, y que establecen los principios de estabilidad y transparencia para cada uno de los agentes que configuran el sector público (Estado,

Seguridad Social, Comunidades Autónomas, Corporaciones Locales y sector público empresarial). El desarrollo de la política presupuestaria en torno al principio de estabilidad es un requisito necesario para establecer las condiciones que aseguren un crecimiento económico sostenido (véase recuadro 1.4). El principio de transparencia insta los mecanismos para que fluya la información relativa a la definición de los objetivos presupuestarios, su distribución por agentes y su grado de cumplimiento, facilitando la rendición de cuentas y reforzando el compromiso con la disciplina fiscal. En segundo lugar, destaca la entrada en vigor del Nuevo Acuerdo de Financiación Autonómica (2), que se plantea como un Acuerdo estable y homogéneo para todas las CCAA de régimen común, y que integra la financiación de la Sanidad en el esquema global de financiación autonómica, incrementando, también, el grado de corresponsabilidad fiscal de los gobiernos regionales.

En el ámbito de los sistemas de pensiones, en abril del pasado año se firmó el Acuerdo para la mejora y el desarrollo del sistema de protección social en el marco de las recomendaciones del Pacto de Toledo. Algunas de las iniciativas acordadas se reflejarían posteriormente en la Ley de Acompañamiento de los Presupuestos Generales de 2002. El Acuerdo estipuló la creación de la Agencia de la Seguridad Social —a través de la que se integrarán las funciones de afiliación, recaudación y gestión de prestaciones—, la regulación del Fondo de reserva y la adopción de algunas medidas que permitirán la permanencia en la actividad a los mayores de 65 años, tras la regulación de la jubilación parcial y la exoneración del pago de cotizaciones. No obstante, se retrasó hasta el año 2003 la revisión de los parámetros que definen el sistema público de pensiones, con lo que se pospusieron las modificaciones necesarias para mejorar la posición financiera de la Seguridad Social en el medio plazo, dando a la reforma un contenido menos ambicioso que lo solicitado en las Orientaciones Generales de Política Económica.

Las políticas de empleo, por su parte, incidieron en la promoción del empleo estable y de la ocupación de los colectivos con tasas de desempleo más elevadas: jóvenes, mujeres y mayores de cuarenta y

(1) Ley 18/2001, de 12 de diciembre, General de Estabilidad Presupuestaria, y Ley Orgánica 5/2001, de 13 de diciembre, complementaria a la Ley General de Estabilidad Presupuestaria.

(2) Acuerdo que se ha plasmado en la Ley Orgánica 7/2001, de 27 de diciembre, de modificación de Ley Orgánica 8/1980, de 22 de septiembre, de Financiación de las Comunidades Autónomas (LOFCA), y en la Ley 21/2001, de 27 de diciembre, por la que se regulan las medidas fiscales y administrativas del nuevo sistema de financiación de las Comunidades Autónomas de régimen común y ciudades con Estatuto de Autonomía.



Desarrollo de las medidas liberalizadoras de junio de 2000 (\*)

Medidas	Desarrollo y balance
<b>GAS NATURAL</b>	
Se fija el 35% como límite del capital de ENAGAs o de los derechos de voto en esta empresa que puede ostentar cualquier grupo de empresas.	La segregación de ENAGAS está pendiente de realizar, aunque, tras la aprobación de la Orden ECO/301/2002, de 15 de febrero, se han dado los pasos para proceder a su valoración, requisito necesario para la diversificación del accionariado.
Se dividen los derechos del gas que se importa de Argelia.	Se ha llevado a cabo el 22 de octubre de 2001.
Los cánones y peajes de acceso de terceros a las instalaciones de recepción, regasificación, almacenamiento y transporte se reducirán en un 8% en el plazo de un mes y hasta que se apruebe el nuevo sistema de distribución. Igualmente, antes de seis meses se aprobará un nuevo sistema, basado en costes de cálculo de tarifas de gas natural y de peajes y cánones aplicables al uso de infraestructuras por parte de nuevos operadores, que se aplicará a partir del 1 de enero del año 2001.	En el Real Decreto-Ley 949/2001, de 3 de agosto, se aprobó el nuevo sistema de cálculo de tarifas, peajes y cánones. La Orden ECO/301/2002, de 15 de febrero, concretó la retribución de las actividades reguladas.
<b>SECTOR ELÉCTRICO</b>	
Se simplifican los trámites para ser considerado consumidor cualificado y se rebaja el umbral para ser considerado consumidor cualificado desde el 1 de julio.	El número de consumidores cualificados que optaron por negociar precios aumentó sensiblemente en la segunda mitad del año 2000.
Se permite que los comercializadores puedan realizar contratos de adquisición de energía eléctrica en el exterior y con productores nacionales en régimen especial.	El 1 de julio del 2001 entró en vigor la reglamentación que permite la compra a productores nacionales en régimen especial.
No se permite a los productores que posean más del 40% de cuota de generación que aumenten dicha cuota en los próximos 5 años. Este período será de 3 años para los que tengan más del 20%.	La aplicación de esta medida ha limitado el proceso de concentración.
Se rebajan las tarifas de acceso o peajes a las redes de transporte y distribución para los grandes consumidores cualificados.	Se han modificado las tarifas para baja y media tensión, se han congelado las de alta tensión.
Las tarifas de los consumidores domésticos se rebajan, como máximo, un 9% durante el período 2001-2003.	En el año 2001 se rebajaron un 4%, en el año 2002 no han variado.
Se reduce el cobro por garantía de potencia y se reestructuran las tarifas de acceso a la red antes del 1 de enero de 2001.	Se redujo la garantía de potencia el 1 de julio de 2000. El nuevo marco tarifario se introdujo con el Real Decreto 1164/2001, de 26 de octubre, y en el Real Decreto 1483/2001, de 27 de diciembre, se establecieron nuevas tarifas.
<b>HIDROCARBUROS LÍQUIDOS</b>	
Se fija el límite del 25% a la participación que cualquier persona física o jurídica puede tener en CLH. Adicionalmente, la participación de las compañías que refinan en España, en su conjunto, tampoco podrá superar el 45%.	Se ha iniciado el proceso de diversificación del accionariado de CLH.
Los titulares de las instalaciones fijas de almacenamiento y transporte de productos petrolíferos deberán comunicar a la CNE las condiciones de sus contratos de acceso a redes, información que se hará pública.	La CNE publica en su web la información correspondiente a los contratos de acceso a redes que proporcionan los titulares de las mismas.
Aquellos establecimientos considerados como grandes establecimientos comerciales incorporarán, al menos, una estación de servicio, que deberá abastecerse, como mínimo, de dos operadores al por mayor de productos petrolíferos. Se reducen los requisitos administrativos para estos casos y se agilizan para los grandes establecimientos comerciales que están actualmente en funcionamiento y no dispongan de una estación de servicio.	No parece haberse producido un aumento importante del número de estaciones de servicio.
Se prohíbe a los operadores que detentan una cuota de mercado superior al 30% en el comercio al por menor, que aumenten en los próximos 5 años el número de estaciones de servicio. El número de años se reduce a 3, cuando la cuota sea superior al 15% e inferior al 30%.	Efecto incierto de la medida, aunque, en algunos casos se observa que el cierre de estaciones de servicio está acompañado de la construcción de otras nuevas por los mismos operadores.
Se obliga a facilitar información de los precios aplicados por las estaciones de servicios, que se podrá publicar.	Esta medida se está aplicando.

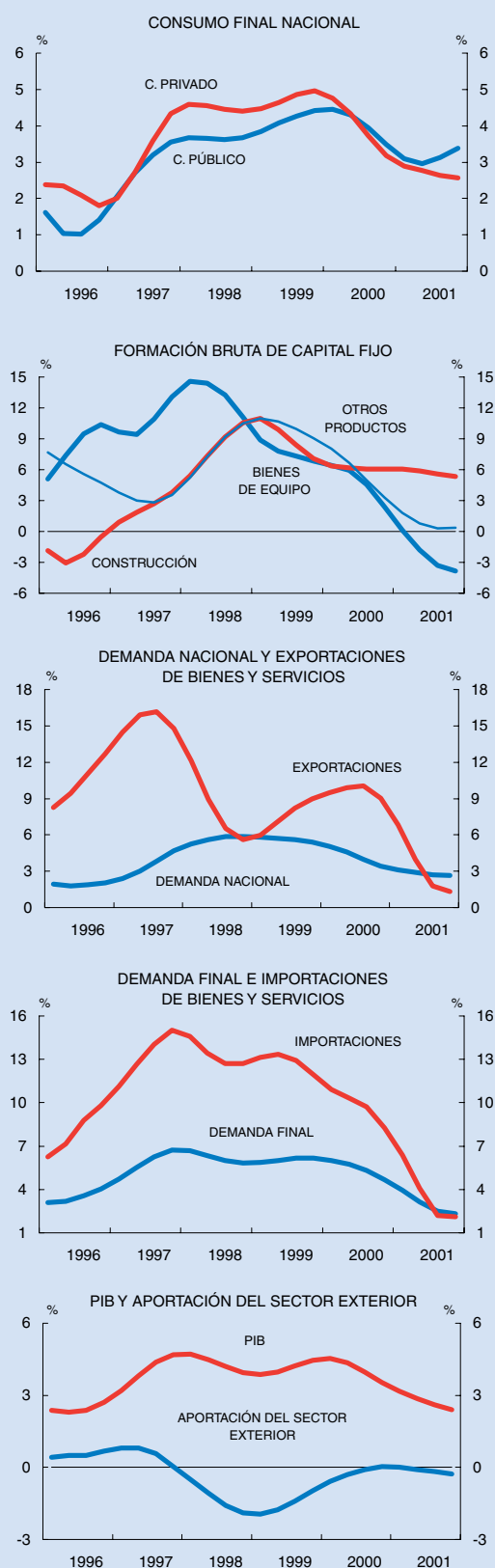
(\*) No se incluyen aquellas medidas que, ya en junio de 2000, se preveía implementar con posterioridad a la fecha actual.

**Desarrollo de las medidas liberalizadoras de junio de 2000 (continuación)**

Medidas	Desarrollo y balance
<b>TELECOMUNICACIONES</b>	
<p>A partir de enero del año 2001, los operadores dominantes de redes públicas telefónicas fijas deberán facilitar el acceso desagregado y el acceso compartido al bucle de abonado.</p> <p>Antes del 15 de noviembre del año 2000, Telefónica deberá facilitar la preselección de las llamadas locales.</p> <p>El 1 de noviembre del año 2000 se introducirán tarifas planas para Internet y para los servicios de voz y datos en llamadas locales.</p> <p>Se modificarán antes del 15 de septiembre del año 2000 los precios de interconexión de referencia por utilización de la red Telefónica.</p> <p>Se fija el 31 de julio como fecha límite para que los operadores dominantes en telefonía fija y móvil presenten sus contabilidades de costes del año anterior.</p> <p>Voluntad de incrementar en el futuro la competencia en telefonía móvil.</p>	<p>El número de líneas de abonado gestionadas por compañías diferentes al antiguo monopolio es reducido.</p> <p>El 30 de noviembre de 2000 se aprobó la regulación sobre los procedimientos para la preselección, sin embargo, hasta mediados de febrero de 2001 no se pudo disfrutar de este servicio. En septiembre de 2001, un número reducido de consumidores disponía de esta facilidad.</p> <p>Todas las compañías ofrecen tarifas planas para Internet desde esa fecha.</p> <p>En agosto de 2001 se modificaron los precios de interconexión.</p> <p>Esta medida se está aplicando.</p> <p>Se han concedido autorizaciones para revender servicios de móviles, pero los nuevos operadores tienen que negociar las condiciones de uso de las redes con los operadores propietarios de las mismas.</p>
<b>COMERCIO MINORISTA</b>	
<p>Se modifican los horarios comerciales.</p>	<p>Solo Cantabria, con 14 festivos, y Madrid, con 18, han aumentado más allá de los mínimos que fija la medida.</p>
<b>PARTICIPACIONES EMPRESARIALES</b>	
<p>Se limitan las participaciones de personas físicas o jurídicas en más de una sociedad que tenga la consideración de operador principal en los mercados eléctricos, de hidrocarburos y telefonía.</p>	<p>El 11 de septiembre de 2001 la CNE determinó los 5 operadores principales en los sectores eléctrico, de hidrocarburos gaseosos y de hidrocarburos líquidos. Por su parte, los operadores dominantes en telefonía estaban definidos con anterioridad. La aplicación de esta medida está llevando a revisar las estrategias de inversión de entidades financieras y no financieras.</p>
<b>LIBROS</b>	
<p>Se liberaliza el descuento en los libros de texto.</p>	<p>Los descuentos han sido utilizados especialmente por las grandes superficies. Como resultado, los hipermercados y grandes almacenes, ya en junio de 2001, habían visto aumentar su cuota de mercado en dos puntos porcentuales respecto a un año antes.</p>
<b>LABORES DE TABACO</b>	
<p>A los distribuidores mayoristas de tabaco no se les exige que cubran todo el territorio nacional y se les permite que compaginen con total libertad la distribución de diversos productos. Sin embargo, se obliga a que los fabricantes e importadores garanticen que sus productos lleguen a todo el ámbito territorial, siempre que exista demanda de los mismos.</p>	<p>Permite a Logista (encargada desde 1985 de la distribución mayorista) que reparta otras mercancía a la vez que tabaco. Simultáneamente, se ha introducido una barrera importante a los importadores y pequeños fabricantes.</p>
<b>SUELO</b>	
<p>Se permite a la iniciativa privada promover la transformación del suelo urbanizable. Además, se acortan los trámites administrativos, al poder aplicar el silencio administrativo para aprobar los instrumentos del planeamiento urbanístico de desarrollo si en el plazo de seis meses, o en el que establezca la legislación autonómica, no se ha recibido una contestación.</p>	<p>Se desconoce el efecto de esta medida sobre la oferta disponible de suelo. En todo caso, los precios de los activos inmobiliarios han continuado mostrando fuertes incrementos en 2001.</p>

GRÁFICO IV.2

## Principales agregados macroeconómicos (a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas de variación interanuales sobre series de ciclo-tendencia en términos reales.

cinco años. El logro de este objetivo se articuló en torno al Real Decreto-Ley 5/2001, de medidas urgentes de reforma del mercado de trabajo, por el que se ampliaron los colectivos que pueden acceder al contrato indefinido de fomento (al que se dotó, además, de carácter permanente) y a las bonificaciones en las cotizaciones sociales, se desincentivó la contratación temporal, a través de la introducción de costes de despido —si bien de pequeña cuantía—, y se establecieron medidas de fomento del trabajo a tiempo parcial. Estas actuaciones están en línea con las recomendaciones que en materia de empleo incluyeron las Orientaciones Generales de Política Económica. Por el contrario, la reforma del sistema de negociación colectiva, con objeto de que los salarios pactados tengan en cuenta la evolución de la productividad y las diferencias regionales —también incluida en estas recomendaciones— solo se abordó de manera preliminar. De hecho, el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva, que se firmó al concluir el año, con vigencia en 2002, está orientado únicamente a asegurar la moderación salarial durante el presente año, de forma que la desaceleración de la economía no se traduzca, como en episodios anteriores, en un ajuste brusco del empleo. Según este Acuerdo, la negociación colectiva en el año 2002 tomará como referencia la inflación fijada por el Gobierno, aunque los incrementos salariales podrán incorporar parcialmente las ganancias de productividad que se registren. Este es el único margen de diferenciación salarial que permite el Acuerdo, manteniendo, por tanto, el carácter centralizado de la negociación colectiva.

Por último, las medidas de liberalización y de incremento de la competencia en los mercados de bienes y servicios, adoptadas en el transcurso del 2001 se han centrado básicamente en el desarrollo del paquete de liberalización aprobado en junio de 2000 (3). Como se recordará, estas medidas incidían, entre otros aspectos, en las condiciones de actuación de las industrias de red, detectándose en este ámbito algunos retrasos en la trasposición de la normativa aprobada —industria del gas y telefonía, principalmente— (véase recuadro IV.1). También se tomaron algunas medidas para el fomento de la investigación y de las nuevas tecnologías de la

(3) Real Decreto-Ley 7/2000, de 23 de junio, de medidas urgentes en el sector de las telecomunicaciones; Real Decreto-Ley 4/2000, de 23 de junio, de medidas urgentes de liberalización en el sector inmobiliario y de transportes; Real Decreto-Ley 3/2000, de 23 de junio, por el que se aprueban medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro familiar y la pequeña y mediana empresa.

información y las comunicaciones. En relación con estas últimas, se adoptó el Plan de Acción de la Iniciativa Info XXI para el período 2001-2003. En el campo de la investigación científica, el desarrollo y la innovación tecnológica, las principales vías de actuación transcurrieron a través de la ampliación de los incentivos fiscales a las actividades de I+D+i y de las ayudas financieras que se canalizan a través de los programas del Plan Nacional de Investigación Científica, Desarrollo e Innovación Tecnológica.

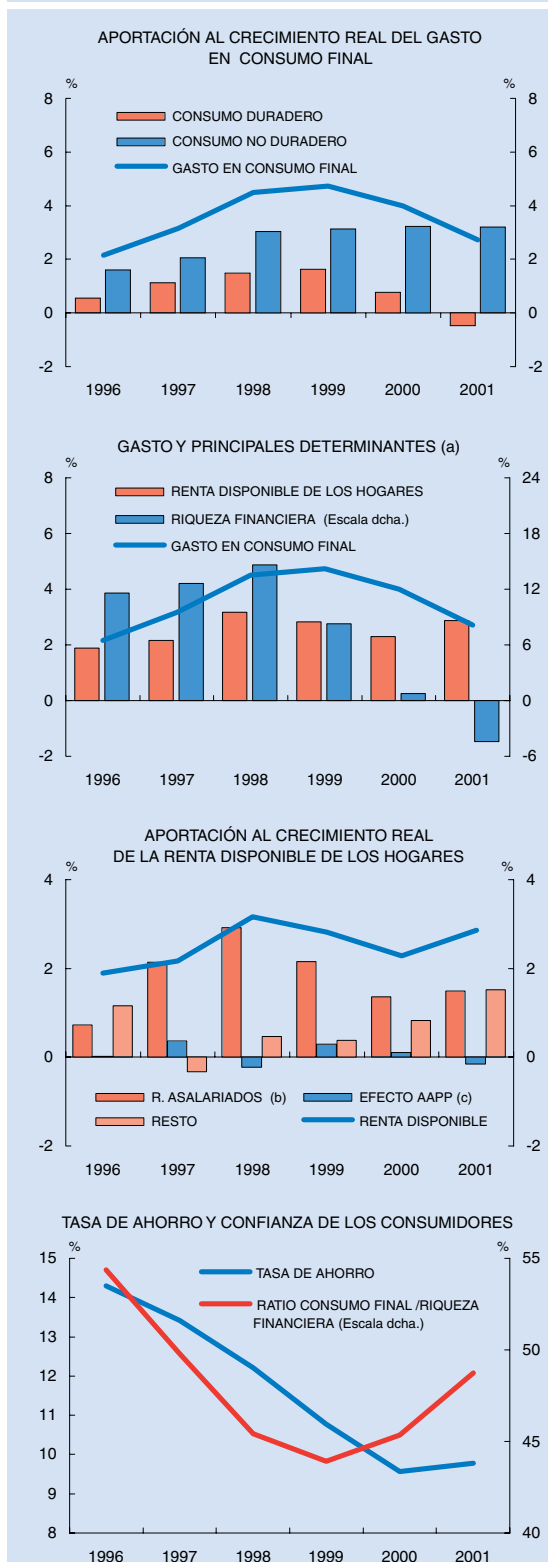
## IV.2. LA DEMANDA

En el marco de unas condiciones monetarias y financieras relativamente holgadas, como las descritas en el epígrafe anterior, y del tono ligeramente restrictivo adoptado por la política fiscal, el gasto de los consumidores y de las empresas en la economía española mantuvo en el año 2001 la suave tendencia desaceleradora que había iniciado en 2000. No obstante, algunos componentes de la demanda —como las exportaciones y la inversión productiva— se vieron afectados en mayor medida por el deterioro en el ritmo de crecimiento de la economía internacional y por el clima de mayor incertidumbre que contribuyeron a generar los ataques de septiembre, en Estados Unidos, y la crisis argentina. De esta forma, la demanda final creció un 3% en el año 2001 —frente al 5,4% del año anterior—, con un perfil de desaceleración que afectó a sus distintos componentes con diferente intensidad. Las exportaciones y, especialmente, la inversión en bienes de equipo registraron un notable recorte de sus tasas de variación, mientras que el gasto de las familias —en bienes de consumo y en viviendas— y el de las Administraciones Públicas continuaron proporcionando soporte al crecimiento (véase gráfico IV.2).

A lo largo del año 2001, el gasto en consumo final de las familias prolongó la desaceleración iniciada en el año precedente, que se atenuó en los últimos meses del año. En el promedio de 2001, el gasto de las familias se incrementó un 2,7%, en términos reales, por debajo del crecimiento medio del año 2000 (4%). Como se muestra en el cuadro IV.1 y en el gráfico IV.3, la desaceleración del consumo privado se concretó en un comportamiento fuertemente contractivo del gasto en bienes duraderos, con la significativa excepción de los automóviles, que experimentaron una moderada recuperación, ligada a la aplicación del Plan Prever, a la evolución favorable de los precios de los carburantes —tras el

GRÁFICO IV.3

### Consumo final de los hogares e ISFLSH



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.  
 (a) Tasas de variación real.  
 (b) La remuneración de asalariados se presenta neta de cotizaciones sociales.  
 (c) Incluye prestaciones sociales e impuestos sobre renta y patrimonio.

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

	% PIB		Tasas de variación					
	1995	2001	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>HOGARES E IPSFLH:</b>								
Gasto en consumo final	59,8	59,5	2,2	3,2	4,5	4,7	4,0	2,7
<i>Consumo duradero</i>	6,6	7,8	5,0	9,9	12,3	12,4	5,5	-3,9
<i>Consumo no duradero</i>	53,2	51,7	1,8	2,3	3,4	3,6	3,8	3,8
Inversión interna residencial (b)	5,7	6,7	9,0	0,3	9,4	8,6	8,2	4,0
<b>EMPRESAS:</b>								
Inversión productiva privada (c)	12,6	14,6	3,5	7,8	8,8	9,8	6,5	1,0
<i>Construcción y otros productos</i>	6,3	6,9	-3,1	3,9	3,0	11,9	9,4	6,7
<i>Equipo y otros productos</i>	6,3	7,7	10,1	11,3	13,6	8,3	4,3	-3,6
<b>AAPP:</b>								
Gasto en consumo final	18,1	17,6	1,3	2,9	3,7	4,2	4,0	3,1
Formación bruta de capital fijo	3,7	3,3	-13,2	2,4	14,0	4,9	-2,5	6,1
<i>De la cual:</i>								
<i>Construcción y otros productos</i>	2,9	2,4	-16,9	3,0	18,1	3,4	-6,3	7,0
<b>PRO MEMORIA:</b>								
Formación bruta de capital fijo	22,0	24,6	2,1	5,0	9,7	8,8	5,7	2,5
<i>Equipo</i>	6,1	7,7	8,1	10,8	13,3	7,7	4,8	-2,2
<i>Construcción</i>	12,6	13,1	-1,9	2,3	8,1	9,0	6,2	5,7
<i>Otros productos</i>	3,3	3,8	6,1	3,3	8,1	10,1	5,7	0,8

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

fuerte aumento del año 2000— y, en alguna medida no precisable, al adelanto de las compras ante la introducción del euro, en enero de 2002. Por el contrario, se estima que el consumo no duradero aumentó a tasas similares a las del año anterior.

En el gráfico IV.3 se pone de manifiesto que el menor crecimiento del gasto en relación con el año anterior se produjo en un contexto de ligera aceleración de la renta disponible, en términos reales, lo que posibilitó una modesta recuperación de la tasa de ahorro, tras cinco años de continuo deterioro. Según el avance publicado por el INE, el mayor crecimiento de la renta disponible real de los hogares se debió, fundamentalmente, a la mayor aportación del excedente bruto y las rentas mixtas. La aportación de las rentas relacionadas con la retribución del ahorro fue reducida y similar a la del año 2000, dado que la mayor contribución de los dividendos fue compensada por un efecto negativo de los intereses netos recibidos, en un contexto de elevado

crecimiento del crédito a las familias. El aumento de las rentas salariales netas de cotizaciones sociales fue similar al del año 2000, ya que el avance de los salarios compensó el menor ritmo de creación de empleo. Por último, cabe destacar la menor aportación neta de las Administraciones Públicas, derivada del notable crecimiento de la recaudación impositiva directa, al tiempo que las prestaciones sociales habrían experimentado un recorte en su ritmo de avance.

Las decisiones de gasto de las familias también se vieron influidas por las pérdidas de riqueza financiera a lo largo del año, fruto de la notable debilidad de los mercados bursátiles, que alcanzaron su máximo deterioro en el mes de septiembre y que, pese a la recuperación experimentada en los meses siguientes, cerraron el año registrando cuantiosas caídas. Esta evolución, junto con la creciente incertidumbre del panorama económico, dio lugar a un persistente deterioro de la confianza de los consu-

midores (véase gráfico IV.4). Frente a ello, la riqueza no financiera de las familias experimentó un aumento significativo en el año 2001, como resultado del mayor número de viviendas adquiridas y, sobre todo, del aumento de sus precios (15,4% en el promedio del año). No obstante, en conjunto, las pérdidas de riqueza financiera, el agotamiento de las bajadas de tipos de interés y el deterioro de la confianza determinaron una ligera recuperación de la tasa de ahorro.

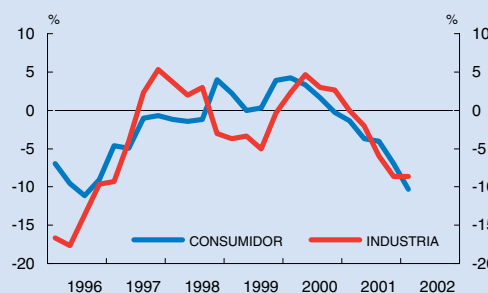
Aunque la inversión interna residencial moderó significativamente su ritmo de avance en términos reales durante el pasado año, tras experimentar una notable expansión entre 1998 y 2000, años en los que creció a tasas superiores al 8%, durante 2001 alcanzó una tasa, todavía elevada, del 4%. Entre los factores que han determinado esta expansión sostenida en el pasado —y, en menor medida, en 2001—, cabe destacar el avance de la renta disponible y las rebajas experimentadas por los tipos de interés (gráfico IV.5), aunque frente a ello el aumento en los precios relativos ha sido un elemento desincentivador para las familias. Además, en 2001 continuó la tendencia, iniciada a mediados de la pasada década, de fuerte aumento en la formación de nuevos hogares, en un contexto de condiciones más favorables para la financiación hipotecaria y de mejora en las perspectivas de empleo de los jóvenes.

La demanda inmobiliaria como forma de colocación de riqueza también creció apreciablemente a lo largo del pasado año, como consecuencia de las favorables condiciones financieras y de los aumentos continuos del precio de la vivienda, que determinaron una elevada rentabilidad relativa (véase gráfico IV.5). La inversión residencial habría constituido, así, un activo atractivo, frente a las pérdidas de valor registradas por las inversiones financieras. En este contexto, la perspectiva del canje de efectivo a comienzos de 2002 también pudo propiciar una colocación adicional de fondos en inversión residencial. Por último, cabe destacar el dinamismo de la inversión de no residentes en inmuebles en los últimos años, que se mantuvo en 2001, pese a la desaceleración de la economía mundial.

Aunque la iniciación de nuevas viviendas se ralentizó en el pasado año, reflejando una cierta moderación en la demanda en relación con los años anteriores, los precios de estos activos continuaron mostrando una tendencia fuertemente alcista, mayor en las zonas costeras que en el interior, debido,

GRÁFICO IV.4

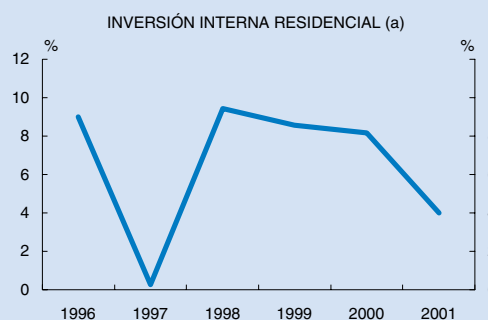
#### Indicadores de confianza



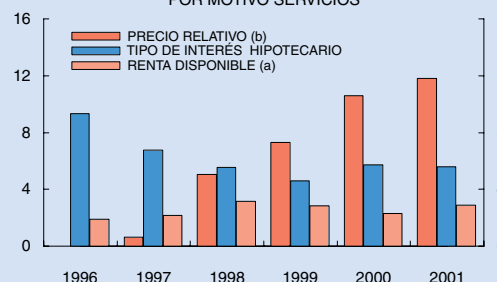
Fuente: Comisión Europea.

GRÁFICO IV.5

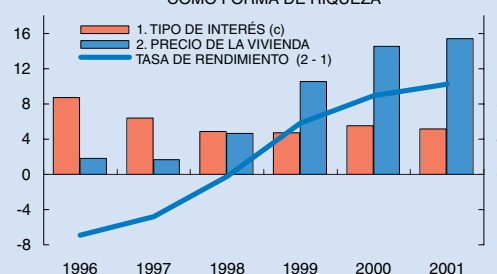
#### Inversión residencial



#### FACTORES DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN EN VIVIENDA POR MOTIVO SERVICIOS



#### FACTORES DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN EN VIVIENDA COMO FORMA DE RIQUEZA

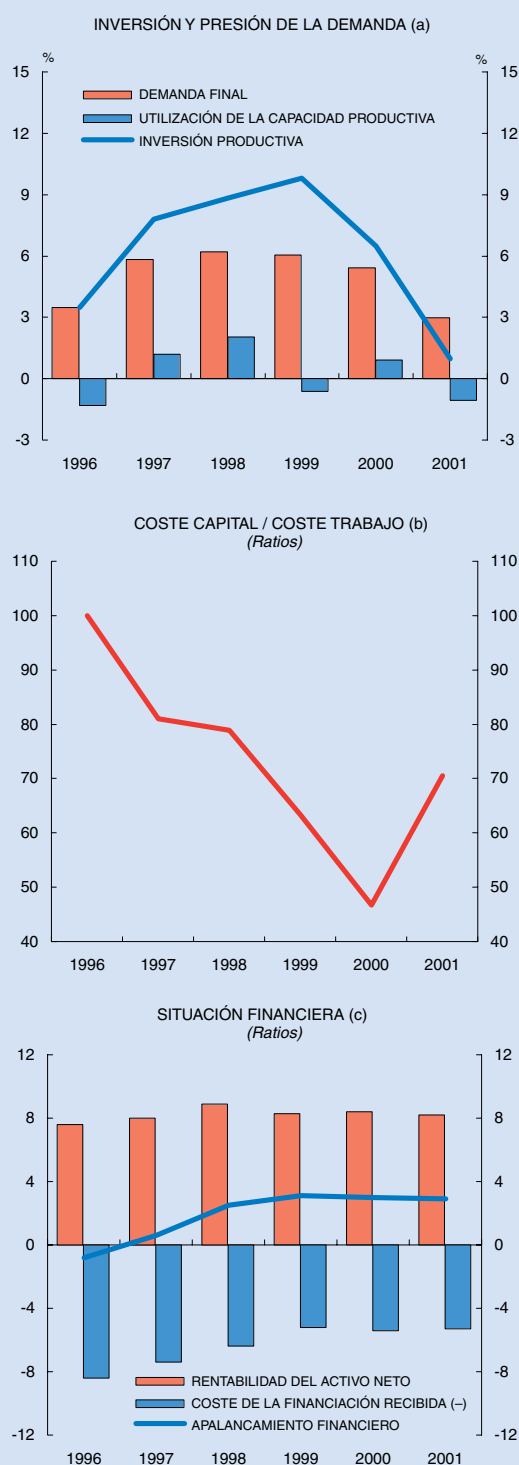


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento y Banco de España.

- (a) Tasas de variación real.
- (b) Precio de la vivienda nueva con relación al deflactor del consumo privado.
- (c) Rentabilidad de los bonos y obligaciones del Estado a diez años.

GRÁFICO IV.6

## Inversión productiva privada



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea y Banco de España.

(a) Tasas de variación real y diferencias para el grado de utilización de la capacidad productiva instalada.

(b) Los costes relativos miden el coste de uso del capital dividido por el coste de uso del trabajo, aproximado por la remuneración por asalariado.

(c) Datos obtenidos de la CBA hasta 2000 y de la CBT para 2001.

probablemente, al aumento de las compras de segunda residencia. En cualquier caso, resulta complejo evaluar el impacto del encarecimiento relativo de la vivienda sobre su demanda. Lógicamente, los aumentos de precios tienen, en principio, un impacto contractivo sobre la misma, pero, en la medida en que alimenten las perspectivas de revalorización, suponen un estímulo para su adquisición como forma alternativa de mantener la riqueza.

Las estimaciones disponibles señalan que en el año 2001 la formación bruta de capital fijo de las empresas registró una desaceleración muy significativa, creciendo en torno al 1%, en términos reales, frente al 6,5% del año anterior —tasa que, a su vez, implicaba ya una pérdida de dinamismo en relación con las alcanzadas entre 1997 y 1999—. En 2001 se produjo una desaceleración del gasto de las empresas tanto en construcción como en bienes de equipo, siendo especialmente intensa en este último componente, que se situó en registros negativos desde el segundo trimestre del año 2001, como se comprueba en el gráfico IV.2. El dinamismo del gasto en construcción se apoyó en la expansión de la inversión en infraestructuras, canalizada a través de entes gestores y empresas públicas, que están considerados como sector privado, mientras que el gasto en edificación no residencial perdió fuerza en la segunda parte del año en prácticamente todos sus componentes, excepto la edificación de almacenes, que creció a un ritmo mayor que el año anterior. En cuanto a la inversión en bienes de equipo, la desaceleración también fue generalizada, alcanzando mayor intensidad en material de transporte y en material de oficina y electrónico.

La importante moderación de la inversión productiva privada en el año 2001 fue el resultado de la confluencia de una serie de elementos desfavorables: la menor fortaleza de la demanda final, con el consiguiente descenso de la capacidad productiva utilizada, un ligero aumento del coste relativo del capital y un deterioro de las expectativas, que, acompañado de una creciente incertidumbre, prevaleció durante todo el año (véase gráfico IV.6). De hecho, según la encuesta semestral de inversiones, que realiza el Ministerio de Ciencia y Tecnología entre las empresas industriales, en el año 2001 se produjo un deterioro de todos los factores influyentes en la inversión, incluida la situación financiera.

Como ya se ha comentado, la demanda final registró una significativa desaceleración durante el



ejercicio, más intensa en las ventas al exterior. Esta menor presión de la demanda se tradujo en una disminución de la utilización de la capacidad productiva, que alcanzó a finales de año un nivel del 78,3%, similar al registrado en el año 1997; asimismo, el porcentaje de empresarios que consideraban que la capacidad instalada era superior a la necesaria aumentó. El menor dinamismo de la demanda se sumó al creciente deterioro de las expectativas empresariales, a medida que empeoraba el contexto económico internacional. Además, se produjo un significativo incremento de la incertidumbre, asociada a los sucesos de septiembre en Estados Unidos y al desarrollo de la crisis argentina (véase gráfico IV.4). Esta mayor incertidumbre, en un entorno de desaceleración de la demanda final, habría llevado a las empresas a aplazar sus decisiones de inversión, casi con independencia de la rentabilidad esperada de las mismas. De hecho, las previsiones de inversión para el año 2001, que los propios empresarios proporcionan en la Encuesta Semestral de Inversiones de la Industria, se revisaron sustancialmente a la baja en el transcurso del año.

Por otra parte, se estima que el coste relativo del capital, medido por su coste de uso en relación con los salarios, aumentó ligeramente en el año 2001, debido al incremento del tipo de interés real relevante para su cálculo —el tipo nominal deflactado por el aumento de los precios de los bienes de inversión, que fue muy reducido—. No obstante, el coste de uso de capital se mantiene en niveles bajos e inferiores a los registrados a principios de los noventa, al término de la anterior fase alcista. En realidad, la desaceleración de la inversión en 2001 se produjo en un contexto de condiciones de financiación favorables. Los tipos de interés siguieron siendo reducidos, mientras que, según los datos de la CBT, la rentabilidad de las empresas se mantuvo en niveles elevados, de forma que la *ratio* de apalancamiento —la diferencia entre rentabilidad del activo y coste de la financiación— conservó valores positivos, similares a los del año anterior. No obstante, este resultado se obtuvo en un contexto de desaceleración de la actividad y de los recursos generados por las empresas, de forma que, a pesar de la desaceleración de la inversión, sus necesidades de financiación aumentaron: la apelación a los recursos ajenos continuó registrando una gran expansión, con un nuevo incremento de la *ratio* de endeudamiento.

En una perspectiva temporal más amplia, el reducido aumento de la inversión productiva en 2001 se añade a una evolución relativamente moderada

de la inversión durante el último ciclo expansivo, que, en parte, cabe relacionar con la existencia de oportunidades de inversión en el exterior, muchas de ellas aparecidas en el contexto de procesos de privatización y de reestructuración sectorial en Latinoamérica. Durante el año 2001 la inversión en el exterior, aunque se redujo, continuó siendo elevada, con unos flujos de salida que alcanzaron el 4,5% del PIB y que representaron un tercio de la inversión total de las empresas y un 50% de la inversión en equipo.

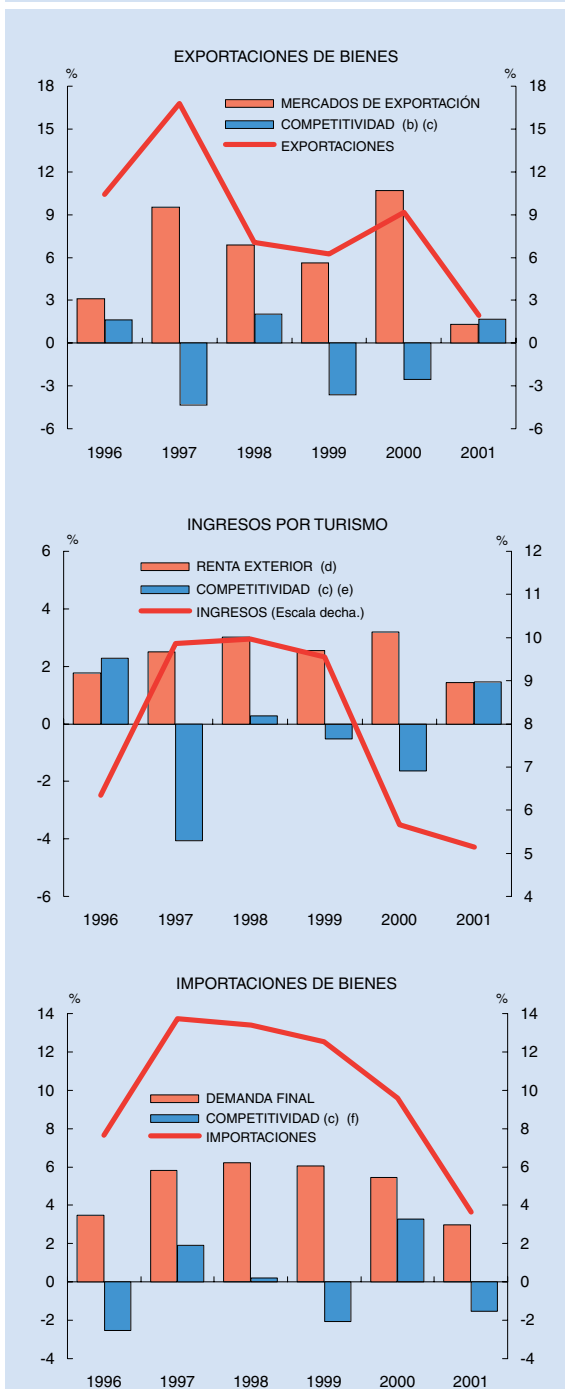
Como ya se señaló en el capítulo I, la relativa atonía del proceso inversor español explica, en parte, el bajo crecimiento de la productividad en la economía española. La recuperación de la inversión, necesaria para mantener un diferencial de crecimiento positivo con los países de la UE, descansa en la existencia de oportunidades de inversión internas con la rentabilidad adecuada y requiere que la posición financiera de las empresas sea saneada. En este sentido, la situación actual de elevados niveles de endeudamiento, en un contexto de desaceleración de los recursos generados por las empresas, podría suponer un freno a sus decisiones de inversión y moderar la recuperación de la actividad económica.

En el año 2001 la variación de existencias tuvo una aportación positiva al crecimiento del PIB por valor de una décima, en línea con el comportamiento habitualmente anticíclico de esta variable. Según la encuesta de coyuntura industrial, durante el año 2001 el porcentaje de empresarios que declaró mantener un nivel de existencias superior al deseado continuó subiendo, por lo que el componente involuntario de las existencias debió de aumentar durante el año. Según la misma fuente de información, este comportamiento fue generalizado a toda la industria, si bien fue más intenso en los bienes intermedios.

El gasto en consumo final de las Administraciones Públicas creció un 3,1% en términos reales en el año 2001, frente al 4% del año anterior; en términos nominales, la desaceleración fue algo mayor, con un crecimiento del 6%, 1,5 puntos porcentuales menos que en 2000. Esta evolución se extendió a todos los componentes del consumo; en particular, la remuneración de los asalariados al servicio de las Administraciones Públicas creció un 5,1%, cinco décimas menos que el año anterior, debido al bajo incremento de la remuneración por asalariado, mientras que el empleo público registró un fuerte avan-

GRÁFICO IV.7

## Demanda exterior (a)



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

(a) Tasas interanuales de variación real.

(b) Medida por los precios relativos de exportación, aproximados por los deflatores.

(c) Los valores negativos indican una ganancia de competitividad, y los positivos, una pérdida.

(d) Media del PIB de los países de procedencia del turismo español, ponderados según la importancia relativa del número de visitantes.

(e) Índice de competitividad frente a los países desarrollados, medido con precios de consumo.

(f) Precios de las importaciones no energéticas españolas en relación con el índice de precios industriales no energético.

ce. Por su parte, la inversión pública experimentó un gran dinamismo, con un crecimiento real del 6,1%, frente a la caída observada en el ejercicio precedente. Esta evolución se explica por el avance de la inversión en infraestructuras, que continuó la senda de recuperación iniciada a finales del año anterior.

En conjunto, la moderación del gasto de los hogares y de las empresas durante el pasado año dio lugar a un crecimiento de la demanda nacional del 2,8%, frente al 4,2 del año 2000, siguiendo un perfil de desaceleración. Al mismo tiempo, el cambio en el panorama internacional se tradujo en un retraimiento de los intercambios comerciales, de forma que las exportaciones reales de bienes y servicios fueron perdiendo dinamismo con más intensidad que la demanda nacional, lo que se refleja tanto en el recorte de la tasa media de crecimiento anual —desde el 9,6% en 2000 al 3,4% en 2001— como en el hecho de que finalizaron el año creciendo a un ritmo del 1,3%. La debilidad en las ventas al exterior fue mayor en el componente de bienes, mientras que la ralentización de los servicios fue menos acusada, aunque cedieron más de cuatro puntos porcentuales, creciendo un 6,8%, en 2001. Dentro de los servicios, el turismo mantuvo un tono más sostenido, después de la fuerte desaceleración que había registrado el año anterior.

El deterioro de la situación económica internacional se reflejó en la atonía de los mercados exteriores, que, en el año 2001, interrumpieron bruscamente su crecimiento, tras haber experimentado un ritmo de avance superior al 12% en el año precedente. Como se ha comentado, las exportaciones de bienes se desaceleraron de forma especialmente intensa, experimentando tasas de variación negativas, en términos reales, en el último trimestre del año. La pérdida de dinamismo fue más intensa en los meses centrales, cuando las economías europeas acusaron plenamente el impacto de la crisis de los Estados Unidos y de los países del Sudeste Asiático, y tanto el ritmo de su actividad como el de sus importaciones se debilitaron de modo apreciable. Aunque la debilidad de la demanda exterior fue el factor determinante en el retraimiento de las exportaciones —y, a su vez, favoreció la contención de los precios de exportación—, el deterioro de la competitividad, que se reflejó de modo generalizado en los diferentes indicadores de precios y costes relativos, tuvo también un efecto contractivo (véase el gráfico IV.7).

Las ventas exteriores de mercancías, que —según la estadística de Aduanas— crecieron un 2% en términos reales en el pasado año, evolucionaron de modo desigual en las distintas áreas geográficas y económicas: las dirigidas a la UE aumentaron un 4%, mientras que las destinadas a terceros países cayeron un 2,5%. Dentro de la UE, las exportaciones destinadas a algunos países, como por ejemplo a Alemania y Francia, que representan más del 50% del comercio con el área del euro, se desaceleraron significativamente en términos nominales, reflejando la sensible pérdida de ritmo en su demanda final y la contracción de sus importaciones. De igual modo, las exportaciones a los Estados Unidos y América Latina, países con economías en fase de recesión, experimentaron recortes importantes en sus tasas de variación, descendiendo en el primer caso. En sentido contrario, cabe subrayar también el favorable comportamiento de las ventas a los países del Centro y Este de Europa, que, tras el impulso expansivo que experimentaron en el año 2000, avanzaron a un ritmo superior al 20%, en términos nominales. El crecimiento del comercio con esta zona, en especial con los 10 países candidatos que firmaron acuerdos preferenciales con la UE, evidencia el interés de los sectores exportadores españoles por ganar mercado en estas economías, que tienen un alto potencial de crecimiento y que en el año 2001 mantuvieron apreciables volúmenes de importación. El dinamismo de las ventas ha situado a esta zona como la tercera en importancia en el comercio extracomunitario.

Por grupos de productos, la debilidad de las exportaciones se generalizó a todos sus componentes, siendo mayor en las ventas de bienes de equipo, que fueron contrayéndose con intensidad creciente a lo largo del año. Del mismo modo, las ventas de bienes de consumo atenuaron su crecimiento: el componente de bienes duraderos, muy sensible a la evolución de las ventas de material de transporte, moderó apreciablemente el dinamismo mostrado en el año 2000. Por último, los bienes intermedios, como el resto de los componentes, finalizaron el año avanzando a tasas muy reducidas.

En el año 2001, la actividad turística mundial se vio afectada por la creciente incertidumbre económica y por las consecuencias de acontecimientos de carácter diverso, que incidieron de forma acusada en el desarrollo de los flujos turísticos. En concreto, según la OMT, el número de viajeros internacionales, que ya con anterioridad a los sucesos del 11 de

septiembre crecía por debajo de la media de períodos precedentes, cayó un 1,3%. En este contexto, la demanda de turismo español evolucionó de un modo comparativamente sostenido, frenando la fuerte ralentización que había experimentado en el año 2000 y consolidando el segundo puesto como receptor de turismo mundial, tras Francia.

No obstante, los ingresos por turismo recortaron ligeramente su ritmo de avance al 5,1% en términos reales, al tiempo que los flujos de visitantes entrados por frontera mantenían tasas de crecimiento moderadas, en línea con el año precedente (3,6%, frente al 2,4% en 2000). También en el transcurso del año se registraron tensiones de precios en los servicios relacionados con el turismo, que, como muestra el panel central del gráfico IV.7, dieron lugar a un deterioro de la competitividad del sector, siendo este un elemento que puede condicionar su evolución futura. En este sentido, cabe señalar que, en ausencia de inestabilidad política, las zonas que compiten con España en modalidades similares de turismo y precios vienen absorbiendo flujos comparativamente mayores procedentes de los mercados en los que España está especializada.

Como consecuencia del menor ritmo de crecimiento de la demanda nacional y de la acusada atonía de las exportaciones, la demanda final de la economía española redujo su crecimiento medio en 2,4 puntos porcentuales el pasado año, hasta situarlo en el 3%. Este menor empuje de la demanda final se trasladó a las importaciones de bienes y servicios en mayor medida que a la producción interior, de forma que el PIB mostró un tono de ralentización más contenido que la demanda final, alcanzando, en el conjunto del año, un crecimiento del 2,8%, frente al 4,1% en 2000. Las importaciones reales de bienes y servicios, por su parte, registraron un crecimiento del 3,7%, frente al 9,8% del año anterior, con un perfil de sensible pérdida de dinamismo en los primeros trimestres, que tendió a estabilizarse al final del ejercicio, similar al de la demanda final. La intensa moderación de las exportaciones y de las importaciones se tradujo en una pequeña aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto (del -0,1%), ligeramente menor que la del año precedente.

Las importaciones de bienes, en términos reales, frenaron su crecimiento hasta el 3,6% en el año 2001, frente al 9,6% registrado en 2000 —año en el que la demanda final ya había mostrado señales de

moderación y en el que los precios internacionales se incrementaron considerablemente—. En la parte inicial de 2001, las importaciones acentuaron su desaceleración, como resultado de la intensa debilidad de la actividad industrial y de las exportaciones, aunque al final del año las compras se recuperaron ligeramente, en un contexto de creciente moderación de los precios de importación (véase panel inferior del gráfico IV.7). No obstante, a pesar de la contención de los precios de las importaciones, el ritmo de penetración de los productos importados en el mercado español —medido en términos reales— continuó atenuándose, lo que, junto con la evolución de los precios, contribuyó a estabilizar el peso de las importaciones nominales en el valor de la demanda final.

Según los datos de Aduanas, las importaciones reales de bienes crecieron un 4,1% el año pasado, de las que las procedentes de la UE aumentaron un 3,2% y las del resto del mundo, un 6%. Mientras las compras nominales a los países comunitarios se ralentizaron de modo generalizado, aquellas procedentes de terceros países, como las de Estados Unidos y de Japón, registraron retrocesos significativos. Por el contrario, al igual que en la vertiente exportadora, las compras a los países del Centro y Este de Europa crecieron significativamente por encima del 14% —un 30% las compras a los países candidatos—; estos incrementos, unidos a los registrados en el año 2000 (superiores a un 60%), confirman la importancia creciente, aunque todavía poco significativa, que estos mercados están adquiriendo en el comercio nacional.

En cuanto a la distribución de las importaciones por tipos de productos, tanto las de bienes de consumo como las de productos intermedios mantuvieron un cierto dinamismo en términos reales, acorde con la evolución de algunos componentes de la demanda. Por el contrario, las importaciones de bienes de equipo registraron un descenso apreciable, en línea con el comportamiento contractivo del gasto en inversión productiva. Por su parte, los volúmenes de importación de energía avanzaron por encima de la media, si bien en términos nominales se redujeron por la notable corrección que los precios del petróleo experimentaron en los mercados internacionales. Finalmente, los pagos por turismo, en línea con la evolución expansiva que les ha caracterizado en los últimos años, crecieron un 9,2%, en términos reales, tasa similar a la registrada el año anterior. El comportamiento de los gastos por tu-

rismo fue acorde con el de consumo no duradero, aunque empezaron a retraerse cuando, al final del año 2001, aumentó el clima de incertidumbre del entorno internacional. No obstante, deben notarse los bajos niveles de esta rúbrica del gasto.

### IV.3. LA ACTIVIDAD

Durante el pasado año, la producción interior prolongó el perfil de desaceleración iniciado en el año 2000, al culminar la etapa expansiva que había disfrutado la economía española desde mediados de los años noventa. De esta forma, el crecimiento del PIB en 2001 se situó en el 2,8%, significativamente por debajo del 4,1% registrado el año anterior. El menor dinamismo de la actividad se concentró en las ramas orientadas al mercado, ya que la actividad en servicios no de mercado se aceleró ligeramente hasta el 2,9%. El VAB de mercado experimentó una reducción de 1,3 puntos porcentuales en su ritmo de crecimiento, hasta situarse también en el 2,9%. Esta evolución de la actividad en las ramas orientadas al mercado hizo que, en el último trimestre de 2001, desapareciera el diferencial positivo que presentaba el VAB con respecto a su nivel tendencial —*output gap*— (véase cuerpo superior del gráfico IV.8), tras cuatro años en los que la demanda final venía ejerciendo una fuerte presión sobre el aparato productivo. En todo caso, el crecimiento tendencial del producto también debió de experimentar una cierta ralentización, aunque, de menor intensidad que la demanda final, según se desprende del análisis de sus determinantes. A ello han contribuido un crecimiento más moderado de la oferta de trabajo y un menor avance de la productividad total de los factores y del *stock* de capital productivo, debido este último a la fuerte desaceleración de la inversión bruta.

El análisis desagregado por ramas de actividad señala que la desaceleración de la actividad económica experimentada en el año 2001 se centró en los sectores más abiertos a la competencia exterior (agricultura e industria), mientras que la actividad constructora y los servicios de mercado mostraron todavía un elevado dinamismo. En las ramas primarias se observó un retroceso en la producción del 0,3%, que hizo que el sector se mantuviera, por tercer año consecutivo, por debajo de su nivel tendencial. Esta contracción fue el resultado de una climatología adversa. En efecto, aun cuando los índices pluviométricos generales fueron muy positivos,

# La contracción del sector industrial

La reciente fase de desaceleración de la economía española se ha caracterizado por ser relativamente suave. No obstante, el valor añadido industrial registró un retroceso en los meses finales de 2001, según estimaciones de la CNTR, y el índice de producción industrial experimentó descensos importantes en la mayoría de los meses del pasado año. La coincidencia temporal de esta fase recesiva de la industria española, con el debilitamiento de las principales economías mundiales y, por ende, del comercio internacional, podría apuntar a que ha sido el retroceso de las exportaciones el factor desencadenante de la desaceleración de la actividad industrial. Sin embargo, la evidencia disponible no avala plenamente esta hipótesis, sino que otorga también un papel destacado a los factores internos, concretamente, al menor ritmo de crecimiento de algunos componentes de la demanda nacional y, más preocupantemente, a la mayor penetración de productos industriales importados en el mercado nacional.

La sincronía entre la industria española y la de los países de la zona euro ha sido muy elevada en la última década, mientras que con respecto a EEUU la simultaneidad en las fases de expansión y contracción viene aconteciendo desde la segunda mitad de los años noventa. Sin embargo, en la actual fase de desaceleración, la industria española ha mostrado un cierto comportamiento idiosincrásico, al iniciar la fase descendente de forma anticipada con respecto a EEUU y, especialmente, con respecto al resto de la UEM (véase el gráfico izquierdo). Ello apunta a la existencia de elementos internos como desencadenantes de la crisis, previos a la caída de las exportaciones, y coincidentes con la flexión a la baja del dinamismo del consumo que tuvo lugar a lo largo del año 2000 (véase el gráfico derecho). La posterior conjunción de la pérdida de tono del consumo con la de la inversión (que, en realidad, venía desacelerándose desde el año 1998) y las exportaciones, vino a profundizar la desaceleración de la actividad industrial.

El análisis de los sectores que comprenden el entramado industrial español reafirma el papel de la demanda interior como factor coyuntural desencadenante de la reciente fase de desaceleración de la industria, al menos en algunas actividades relevantes. Así, se aprecian comportamientos divergentes entre la producción interior y las exportaciones en sectores tales como: farmacia, química, material eléctrico, construcción naval o alimentación. Por otro lado, en algunos casos en los que sí existe correspondencia entre la pérdida de dinamismo de la producción y las exportaciones, se trata de sectores que no dependen excesivamente de sus ventas al exterior, como es el caso de los productos metálicos (véase el cuadro). Todo lo anterior vendría a señalar a la demanda interna como la principal causante de la contracción del sector industrial.

La situación coyuntural deprimida que ha experimentado el sector industrial en el año 2001 no puede ocultar la existencia de problemas de carácter estructural en la industria española, que tienen como resultado la pérdida de competitividad en los mercados nacionales frente a los productos importados. En efecto, la presencia de sectores en los que las importaciones se han acelerado (o mantenido), mientras que la producción interior perdía dinamismo o retrocedía —material eléctrico, equipo mecánico, automóviles o productos metálicos, entre otros, hasta alcanzar un 33% de la producción—, pone de manifiesto las pérdidas de cuota de mercado interior que está experimentando esta rama de actividad ante el mayor empuje de los productos foráneos, fenómeno que puede lastrar seriamente la evolución futura de este sector.

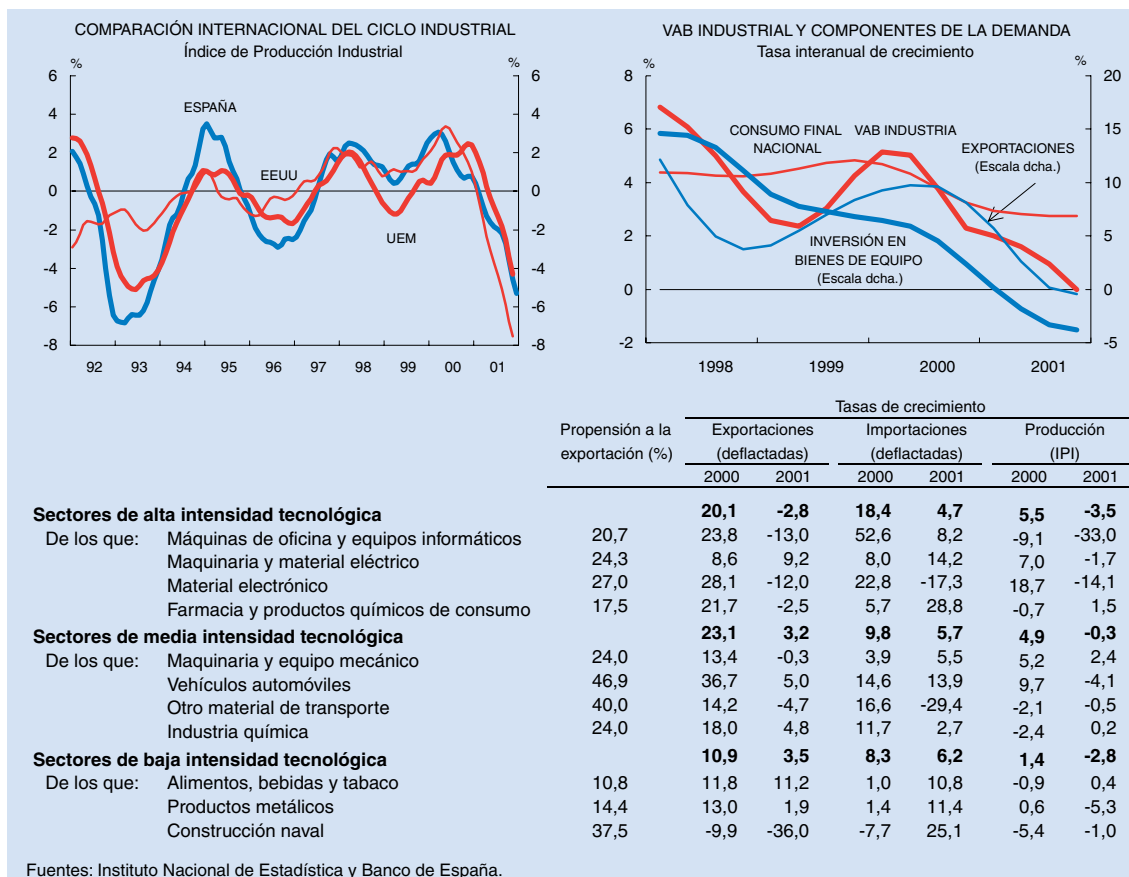
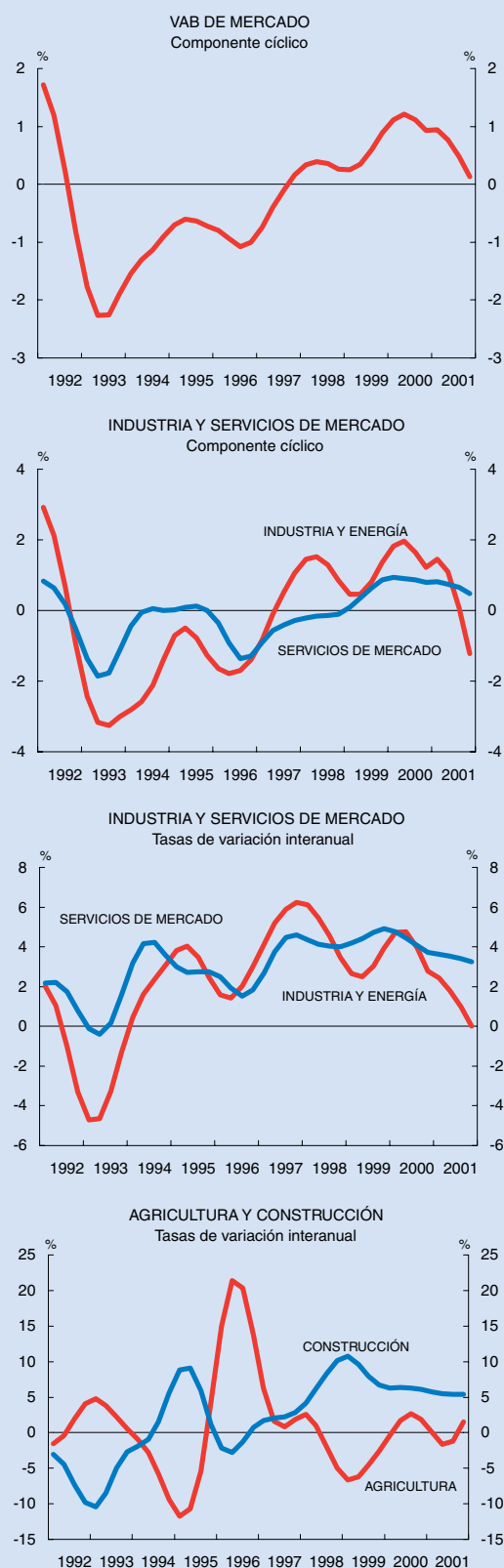


GRÁFICO IV.8

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



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.  
(a) Estimado mediante el filtro Hodrick-Prescott.

no pudieron ser aprovechados desde el punto de vista agrícola, dada su inadecuada distribución geográfica y estacional. Por el contrario, la producción ganadera registró un fuerte avance, una vez superados los problemas de índole sanitaria que afectaron a algunas de sus especies en los meses finales del año 2000, pero no pudo compensar las pérdidas de producción de los cultivos agrícolas.

La rama de industria y energía acusó de forma sensible la intensificación de los factores negativos que habían comenzado a manifestarse en la segunda mitad del año 2000 y que indujeron una progresiva pérdida de dinamismo en su actividad. El VAB se incrementó un 1,3% en 2001, tasa muy inferior al 4% registrado en el año 2000. Los factores negativos, que fueron básicamente la pérdida de tono de la demanda interna y el debilitamiento de las principales economías mundiales, determinaron un notable deterioro de las perspectivas empresariales y una revisión a la baja de los planes de inversión, amplificando los efectos del menor dinamismo del consumo y de la demanda externa (véase recuadro IV.2). El aumento de la incertidumbre a que dieron lugar los atentados del 11 de septiembre supuso una intensificación de este contexto desfavorable. Así, en el último trimestre del año la actividad en estas ramas productivas se situó por debajo de su nivel tendencial, cerrando el periodo expansivo iniciado en 1997 (véase gráfico IV.8). Las ramas industriales acusaron de forma más intensa que las energéticas la desaceleración de la actividad, destacando los recortes de producción de las industrias con mayores requerimientos tecnológicos —reflejo de la situación de debilidad del sector de tecnologías de la información en el ámbito internacional— y de la fabricación de material de transporte dirigido al consumo privado, en contraste con el comportamiento de las ventas de automóviles en el territorio nacional.

Por cuarto año consecutivo, la rama de la construcción fue la más dinámica de la economía española, con un crecimiento del 5,5%, ligeramente inferior al 6,3% registrado en 2000 (véase cuerpo inferior del gráfico IV.8). Este tono fue resultado del mantenimiento de una elevada presión de la demanda. Sin embargo, como ya se ha comentado, esta actividad mostró una cierta ralentización en el año 2001, que afectó a las dos vertientes de la edificación: la residencial y, especialmente, la destinada a otros usos. Cabe señalar que, según la información disponible, la pérdida de dinamismo de la construcción residencial fue más intensa en los primeros



meses del año, mostrando posteriormente un mayor sostenimiento.

Por último, los servicios orientados al mercado registraron una desaceleración de siete décimas en el año 2001, situando su tasa de crecimiento en el 3,5%, de forma que su contribución al avance del VAB de mercado alcanzó el 70%. Respecto a su comportamiento cíclico, en el año 2001 continuó la aproximación del VAB a su nivel tendencial, que se había iniciado un año antes, reflejando la menor presión de la demanda (véase gráfico IV.8). El menor vigor del consumo tuvo su efecto más importante en las actividades de comercio y reparación —con la excepción de la venta de automóviles—, apreciándose también en las actividades inmobiliarias, aunque en un grado menor. Los sectores relacionados con el turismo, la hostelería y el transporte acusaron los efectos negativos de los ataques del 11 de septiembre sobre estas actividades, y se desaceleraron acusadamente en los meses finales de 2001. Por último, los sectores ligados a las tecnologías de la información, como es el caso de las comunicaciones, acusaron la menor pujanza general de la economía española, así como el retraso en la incorporación de algunas de las innovaciones tecnológicas previstas.

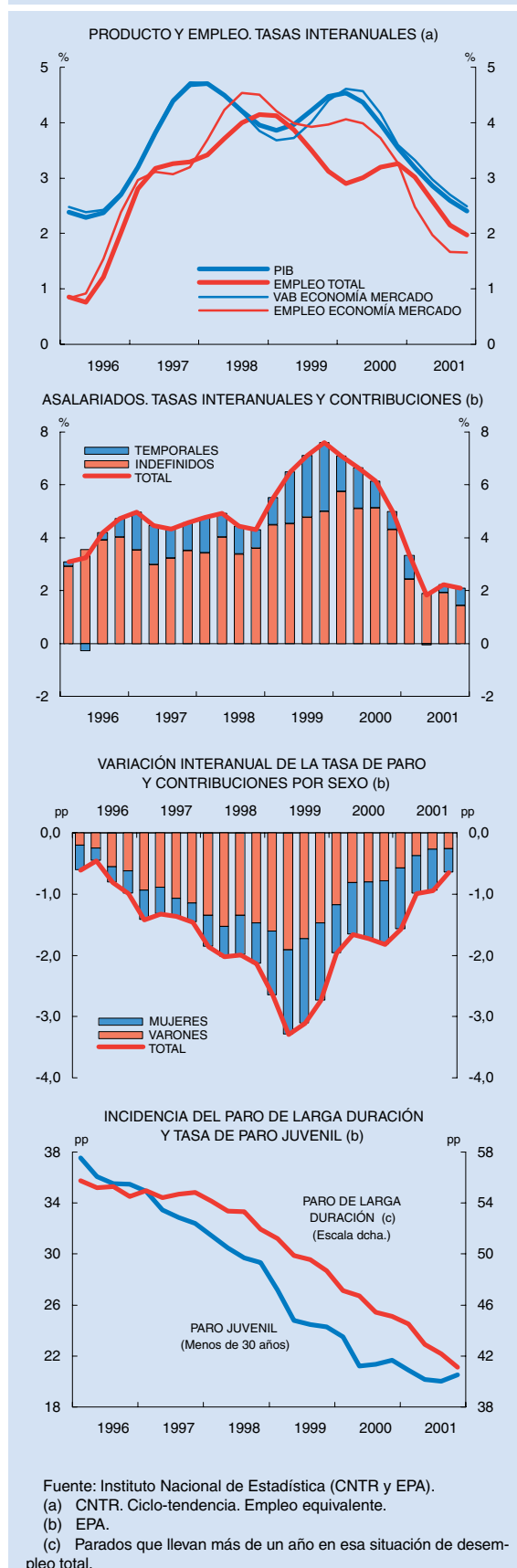
#### IV.4. EL MERCADO DE TRABAJO

A pesar del menor dinamismo de la actividad, la creación de empleo en el año 2001 fue relativamente intensa, marcando un comportamiento diferencial respecto a anteriores fases de desaceleración cíclica (véase el recuadro I.3). Con datos de CNTR, el empleo (4) creció un 2,4%, frente al 3,1% del año anterior, mostrando un perfil de suave contención a lo largo del año (véase gráfico IV.9). De esta forma, la productividad aparente del trabajo redujo su ritmo de avance hasta el 0,3%, el valor más bajo de los alcanzados en la última década. No obstante, la desaceleración del empleo en la economía de mercado fue más intensa, al experimentar un crecimiento del 1,9%, la mitad del alcanzado en el año 2000, que dio lugar a una recuperación de la productividad del trabajo hasta del 0,9% (véase recuadro IV.3). El aumento de la productividad aparente del trabajo en la economía de mercado tuvo un elevado componente cíclico, puesto que fue consecuencia de la

(4) Medido por el número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

GRÁFICO IV.9

#### Mercado laboral: empleo y paro





menor creación de empleo y no de una incorporación más intensa de progreso tecnológico, ya que, como se ha comentado en el apartado anterior, la productividad total de factores continuó desacelerándose. No obstante, la recuperación de productividad aparente ha sido algo inferior a la experimentada en fases cíclicas similares.

Por ramas de actividad, la desaceleración del empleo en la economía de mercado se debió tanto a la evolución del empleo en la rama industrial como en los servicios de mercado. Según los datos de la CNTR, el empleo industrial registró un crecimiento interanual del 1,3%, dos puntos porcentuales menos que en el año 2000, en consonancia con la importante pérdida de dinamismo de la actividad de la rama, pero induciendo un recorte de la productividad aparente del trabajo. Por su parte, en la rama de servicios de mercado el empleo creció, a lo largo de 2001, un 1,7%, frente al 4,2% del año precedente, a lo que contribuyó no solo la desaceleración de la actividad sino también un proceso genuino de sustitución de empleo por capital. El empleo en la construcción también redujo su ritmo de crecimiento, aunque siguió siendo la rama más dinámica en este aspecto (5,2%). Las otras dos ramas (agricultura y servicios de no mercado) tuvieron una evolución favorable en términos de ocupación, con tasas del 0,2% (tras dos años de caídas) y del 4,4%, respectivamente.

Las medidas de reforma del mercado laboral introducidas en marzo de 2001 supusieron, básicamente, la extensión del colectivo de trabajadores que puede acceder al contrato de fomento del empleo indefinido —con menores costes de despido—, la ampliación de los incentivos a la contratación indefinida, por la vía de las bonificaciones en las cuotas empresariales a la Seguridad Social, y la introducción de un coste de despido de 8 días por año trabajado para los contratos temporales. El objeto de estas actuaciones es reducir la segmentación del mercado de trabajo, acortando las diferencias entre los costes de despido de ambos colectivos, terreno en el que sigue siendo necesario abordar reformas de mayor profundidad. A lo largo de 2001, tanto los asalariados fijos como los temporales experimentaron una reducción de su ritmo de crecimiento (como se observa en el segundo panel del gráfico IV.9), registrando tasas del 2,8% y del 1,4%, respectivamente, según la EPA. Dado que la desaceleración fue mayor en el caso de los asalaria-

dos con contrato indefinido, se produjo un estrechamiento del diferencial de crecimiento entre ambos colectivos, de forma que el recorte de la *ratio* de temporalidad fue aun más modesto que en el año 2000 (hasta alcanzar el 31,7%). No obstante, cabe destacar que la estadística de contratos del INEM mostró un crecimiento significativo de los contratos indefinidos en 2001, del 8%, debido al gran dinamismo de las conversiones de contratos temporales en indefinidos, que crecieron un 115,2%, fuertemente bonificadas por la reforma de marzo, después de haber sido excluidas el año precedente. Por otra parte, la reforma de marzo flexibilizó los límites legales para el uso del contrato a tiempo parcial, y este tipo de empleo asalariado registró una tasa de crecimiento interanual superior a la del empleo a tiempo completo (3,2%, frente al 2,3%). Sin embargo, la tasa de parcialidad solo avanzó una décima a lo largo del año (situándose en el 8,2%).

La desaceleración de la actividad económica introdujo un cierto desincentivo a la participación en el mercado laboral. Así, según la EPA, el crecimiento de la población activa experimentó una notable ralentización, pasando de una tasa interanual del 2% (5) en el año 2000 al 0,8% en 2001, si bien cabe matizar que el fuerte incremento registrado en el 2000, inusualmente elevado, podría estar distorsionado por los cambios introducidos en la EPA desde 1999. Debido a la desaceleración de la población activa, la tasa de actividad de la población mayor de 16 años registró un avance reducido (de tres décimas), alcanzando el 51,6% (el 65,9% de la población entre 16 y 64 años). La coyuntura económica menos favorable afectó en mayor medida a las mujeres, que registraron el menor aumento de su tasa de participación de los últimos años, situándose en el 40%; también se reflejó en la moderada reducción, del 0,9%, que experimentó a lo largo del año el colectivo de inactivos dedicado a las tareas domésticas —concentrado fundamentalmente en las mujeres—, en comparación con las caídas, más intensas, registradas en años anteriores. Por el contrario, el colectivo menos afectado fue el de los menores de 30 años, cuya tasa de actividad pasó del 59,7% en el año 2000 al 60,9% en 2001, habiendo experimentado también un aumento en el colectivo de mayores de 45 años. Esto indicaría que, para al-

(5) Las tasas de crecimiento de las variables de la EPA correspondientes al año 2000, que se incluyen en este epígrafe, son las corregidas por el INE del efecto de la actualización de las secciones censales de la encuesta.

Productividad sectorial, estructura productiva y convergencia

A lo largo de la década de los años noventa, la brecha entre el nivel de productividad de la economía española y el de la UE se ha ampliado, alcanzando, en el año 2001, ocho puntos porcentuales. Dado que la productividad agregada se calcula como la media de las productividades sectoriales, ponderadas por el correspondiente peso en el empleo, el diferencial de productividad constatado podría explicarse tanto por desigualdades en las productividades sectoriales como por diferencias en la estructura productiva.

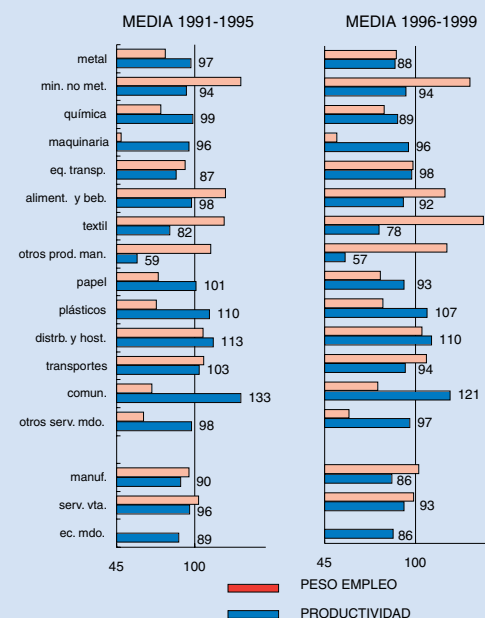
La primera figura presenta los niveles relativos de productividad y los pesos sectoriales de la economía española con relación a la UE (UE=100) para los periodos 1991-1995 y 1996-99, respectivamente. Se observa que, para la mayor parte de los sectores, la productividad en España es inferior a la de la UE. No obstante, también se aprecian notables diferencias en el peso de cada sector, así como la existencia de una cierta relación negativa entre estas dos variables, de manera que los sectores en los que España muestra un mayor peso relativo registran productividades comparativamente más bajas. Esto podría explicar, al menos en parte, el menor nivel de productividad del conjunto de la economía española con relación a la UE.

Para ver en qué medida las distintas estructuras productivas explican el diferente nivel de productividad agregada, se han realizado dos ejercicios. En el primero se calcula el nivel de productividad agregada suponiendo que la estructura productiva de la economía española, medida por los pesos sectoriales en el empleo, es igual a la del conjunto de la UE. Si el nivel relativo de productividad así calculado es mayor que el observado, es que la diferente composición productiva contribuye a explicar la brecha en el nivel de productividad. En el segundo ejercicio, el nivel de productividad relativo se calcula suponiendo que las productividades sectoriales de España son iguales a las de la UE. En este caso, un nivel de productividad superior al observado señalaría que los diferenciales de productividad sectoriales ayudan a explicar el diferencial del conjunto de la economía.

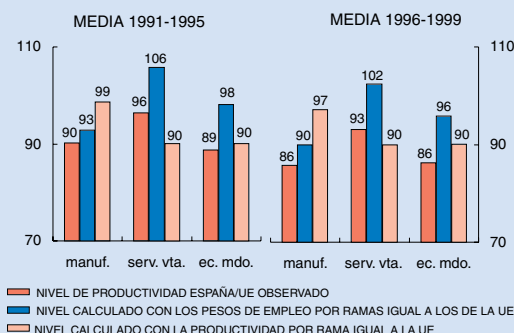
El resultado de estos dos ejercicios se presenta en la segunda figura. Para el periodo 1991-1995, se observa que el nivel relativo de productividad para el conjunto de la economía de mercado habría sido 9 puntos más alto al observado si la estructura productiva en España hubiera sido igual a la de la UE. Sin embargo, si los niveles de productividad sectoriales hubieran sido iguales a los observados en la UE, esta ganancia en el nivel relativo de productividad habría sido de solo un punto porcentual. Estos resultados sugieren que, en este período, la distinta estructura productiva ha incidido más que los diferenciales de productividad sectorial en la brecha de la productividad del conjunto de la economía de mercado. Ahora bien, es importante señalar que los resultados obtenidos para las manufacturas y para los servicios destinados a la venta son divergentes. Así, para las manufacturas, el diferencial de productividad del agregado se explica, fundamentalmente, por los diferenciales de productividad sectoriales, mientras que para los servicios destinados a la venta, el diferencial viene explicado por la diferente composición sectorial.

Los resultados del período 1996-99 son de naturaleza muy similar, si bien se obtienen mayores ganancias en el nivel relativo de productividad agregada cuando se igualan las productividades sectoriales de la economía española a las de la UE. Así, para el conjunto de la economía, esta ganancia pasa de un punto —en el período 1991-95— a cuatro —en el período 1996-99—; para las manufacturas la ganancia es de 9 a 11. Por su parte, las ganancias de productividad obtenidas cuando se igualan los pesos sectoriales son muy similares a las del primer período. Por tanto, en este segundo período, la contribución de los diferenciales de productividad sectoriales en el agregado es mayor que en el primero, mientras que prácticamente no varía la aportación de las distintas estructuras productivas, ampliándose así la brecha en el nivel de productividad agregada. Este resultado se explica por una evolución de las productividades sectoriales en la economía española menos favorable que en la UE para casi la totalidad de los sectores considerados, tal y como se aprecia en la figura inferior.

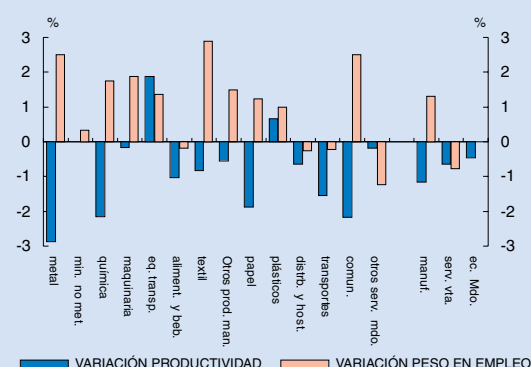
1. NIVELES DE PRODUCTIVIDAD Y PESOS RELATIVOS EN EMPLEO. NIVEL ESPAÑA/UE. UE=100 (a)



2. NIVELES SIMULADOS DE PRODUCTIVIDAD. UE=100

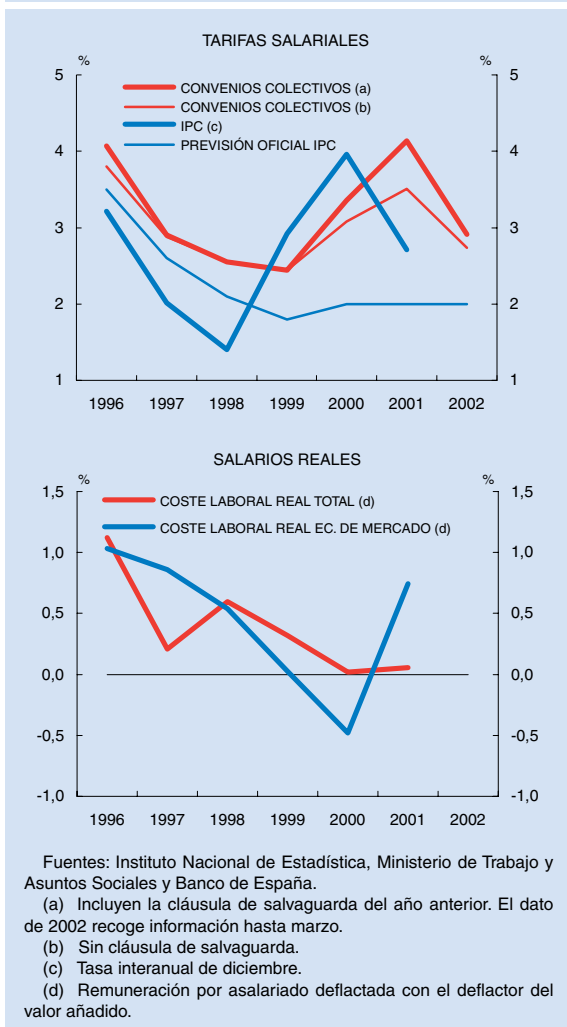


3. DIFERENCIALES DE TASAS MEDIAS DE VARIACIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD Y DE LOS PESOS DEL EMPLEO



Fuentes: Base de datos Stan de la OCDE, INE y Banco de España.  
(a) El agregado de la UE excluye Bélgica, Irlanda, Grecia y Portugal.

GRÁFICO IV.10

**Determinantes de los salarios**

gunos de los grupos a los que iban dirigidas, las medidas de fomento del empleo indefinido introducidas en marzo pudieron contrarrestar las expectativas menos favorables de encontrar empleo en la fase de desaceleración cíclica.

En cuanto a la evolución del desempleo, a pesar de que en 2001 se produjo una nueva reducción del número de parados, el proceso de absorción del desempleo se ralentizó considerablemente. Así, la tasa de paro registró un descenso, pasando del 14,1% en 2000 al 13%, aunque el ritmo de caída del desempleo (6,6%) experimentó un recorte de 2,7 puntos porcentuales respecto al año precedente, mostrando, además, un perfil trimestral marcadamente decreciente. De hecho, según la EPA, en el último trimestre del año se produjo un aumento del número de parados y un repunte de la tasa de paro, por primera vez desde 1996, evolución que se vio

confirmada por la estadística de paro registrado del INEM, que en dicho trimestre aumentó un 1% en tasa interanual, tendencia que se ha intensificado en los primeros meses de 2002.

Por sexos, la moderación en el ritmo de caída interanual del paro fue mucho más acusada en el colectivo masculino, que descendió un 5,4%, la mitad que en el año 2000, por lo que la contribución de las mujeres a la caída de la tasa de desempleo total fue mayor. No obstante, aunque se acortaron las distancias, la tasa de paro femenina (18,8%) sigue siendo más del doble de la masculina (9,1%). Por otra parte, la incidencia del desempleo de larga duración continuó reduciéndose, hasta situarse en el 42,7% del total de desempleados, por debajo de la media de la UE. Como se aprecia en el panel inferior del gráfico IV.9, esta reducción fue paralela a la experimentada por el desempleo juvenil, que, aunque todavía se mantiene en un nivel muy elevado (20,4% en 2001), ha experimentado una continua y notable reducción en los últimos años. Las sucesivas reformas llevadas a cabo en el mercado laboral han permitido que el ciclo expansivo vivido por la economía española en los últimos años haya reducido considerablemente el componente estructural del desempleo, beneficiando especialmente a los parados de larga duración y a los jóvenes.

El comportamiento de los salarios en 2001 estuvo influido por la tendencia al aumento de la inflación, iniciada en 1999, que generó una reacción al alza en los incrementos salariales negociados en los convenios colectivos, tanto en el año 2000 como en 2001 (véase gráfico IV.10). El repunte inicial de la inflación, que fue debido fundamentalmente a factores transitorios y externos a la economía española, acabó siendo incorporado por las expectativas de inflación de los agentes sociales, resultando en unos incrementos salariales negociados del 3,1%, en 2000, y del 3,5%, en 2001. Además, la presencia mayoritaria de cláusulas de salvaguarda en los convenios colectivos, que afectan a más del 70% de los asalariados sujetos a la negociación, permitió trasladar las desviaciones de inflación de 1999 y 2000 a los incrementos salariales de los años siguientes. En concreto, el efecto de las cláusulas de 2000 sobre el incremento salarial de 2001 se cifró en 0,6 puntos porcentuales, generando un avance medio de los salarios del 4,1%. Se confirma, por tanto, que el actual sistema de negociación colectiva provoca un ajuste retrasado de los salarios a la inflación, cuyo incremento tiende a persistir por esta vía.

Según las estimaciones de la CNTR, la remuneración por asalariado —un concepto de coste salarial para las empresas más amplio que las tarifas salariales negociadas en convenio, al incluir todo tipo de deslizamientos salariales y otros costes no salariales— creció el 4,3% en 2001, para el total de la economía, y el 5,3%, para la economía de mercado. En consecuencia, la deriva salarial —esto es, la diferencia entre los incrementos salariales negociados en convenio y el incremento medio de los costes laborales al que finalmente hacen frente las empresas— se elevó en 2001, manteniendo el comportamiento contracíclico observado en años anteriores.

En resumen, la elevación de las expectativas de inflación de los agentes sociales, la activación de las cláusulas de salvaguarda y la deriva salarial provocaron un repunte del coste laboral en términos reales, en 2001, que fue notablemente más acusado en la economía de mercado y que se manifestó en una mayor desaceleración de su ritmo de creación de empleo (véase la parte inferior del gráfico IV.10). A partir de 1999, los efectos sobre los salarios derivados de las desviaciones al alza de la inflación han marcado un cierto alejamiento de las pautas de moderación salarial de los años anteriores, al que han podido contribuir, en parte, elementos cíclicos. No obstante, para la economía española, con un nivel de desempleo todavía elevado, resulta imprescindible profundizar en la corrección de los desajustes todavía presentes en el mercado laboral, de manera que se pueda seguir reduciendo la tasa de desempleo, sin provocar tensionamientos en sectores concretos del mercado (ocupaciones, regiones o sectores) que impidan la moderación salarial.

En este sentido, la firma del Acuerdo Interconfederal de Negociación Colectiva (AINC) entre sindicatos y organizaciones empresariales es un paso favorable que puede permitir una moderación en los incrementos salariales negociados en 2002. No obstante, este acuerdo no debe hacer olvidar la necesidad de reformar el actual mecanismo de negociación salarial, para permitir una mayor relación entre los incrementos salariales y las condiciones específicas de las empresas y de los trabajadores. Una mayor descentralización de la negociación colectiva ampliaría las posibilidades de ajuste de los salarios ante las distintas perturbaciones que afectan al mercado laboral, reduciendo, por tanto, la intensidad de los ajustes del empleo y permitiría reducir los amplios diferenciales de desempleo observados para distintos colectivos, al ofrecer los incentivos nece-

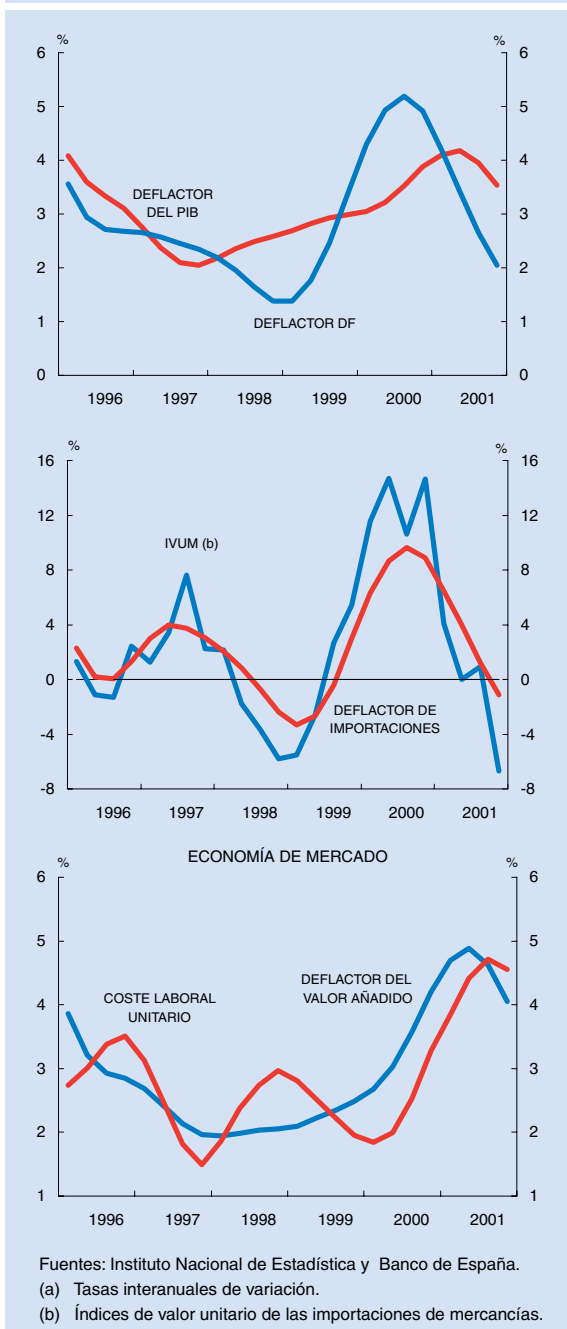
sarios para la movilidad laboral, a través de una mayor diferenciación de los incrementos salariales.

#### IV.5. LOS COSTES Y LOS PRECIOS

En el conjunto del año 2001, los principales indicadores de precios reflejaron, con mayor o menor intensidad, un deterioro en la situación inflacionista de la economía española. Este deterioro respondió a factores de naturaleza interna, puesto que los precios de importación, en línea con la tendencia decreciente de la inflación a nivel internacional, experimentaron un menor crecimiento. Sin embargo, en los meses de verano, la inflación, que había ido aumentando en el primer semestre, empezó a disminuir, colocando a la economía española en una posición más favorable para afrontar el año 2002. Este cambio de tendencia fue consecuencia de la confluencia de factores de origen externo e interno. En el frente exterior, se intensificó aún más el perfil descendente de los precios de las materias primas —tanto energéticas como no energéticas—, como resultado de la ralentización generalizada de la actividad y de la contención de la inflación en el entorno internacional. Este proceso solo se vio parcialmente compensado por la depreciación del euro frente al dólar. En el frente interno, el efecto contractivo sobre los márgenes empresariales de la menor presión de la demanda y, en aquellas ramas abiertas a la competencia exterior, del entorno exterior menos inflacionario, terminó por compensar el marcado repunte de los costes laborales unitarios.

La tasa de inflación, medida por el índice de precios de consumo (IPC), registró un aumento de 0,2 puntos porcentuales en el año 2001, al situarse en el 3,6%. El deterioro fue acusado en el grupo de productos cuyos precios presentan menor variabilidad (denominado IPSEBENE), que pasó de crecer un 2,5%, en el año 2000, a un 3,5% y no dio síntomas de remitir a lo largo del año. Tal comportamiento fue consecuencia de la evolución mostrada por los precios de los alimentos elaborados, cuyo crecimiento se situó en el 3,4% en el conjunto del año, destacando la evolución alcista de los productos lácteos, los derivados de cereales y los aceites. En cambio, los precios de los servicios se desaceleraron ligeramente en la segunda mitad del año, si bien fueron los que más crecieron en promedio (4,3%). El perfil descendente vino marcado por el recorte de los precios de la telefonía y por la esta-

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



bilización de los aumentos en los precios de los servicios de transporte, que terminaron por recoger el efecto de la disminución de los precios de la energía. Por su parte, la inflación en el componente de bienes industriales no energéticos se mantuvo muy estable (2,7%), desacelerándose ligeramente en el cuarto trimestre del año.

Los componentes del IPC cuyos precios presentan mayor variabilidad tuvieron un comportamiento

contrapuesto. Así, mientras que los precios de los productos energéticos se redujeron en un 1% en el conjunto del año, llegando a disminuir un 9% en el último trimestre, los precios de los alimentos no elaborados aumentaron un 8,7%. En el primer caso, los recortes respondieron a la acusada caída de la cotización del petróleo en los mercados internacionales, que se situó en 24,4 dólares por barril en el promedio del año, cuatro dólares menos que en el año precedente. En el segundo, el aumento de precios vino impulsado por las crisis sanitarias sufridas por parte de la cabaña ganadera, que solo al final del año comenzaron a remitir.

Al inicio del año 2002 la tasa de inflación ha repuntado, debido a diversos factores: el efecto mecánico de descuento de las bajadas de precios energéticos de comienzos de 2001, el aumento de algunos impuestos especiales y, también, el efecto transitorio del ajuste de los precios a euros, que ha dado lugar a algún sesgo alcista en la fijación de precios en la nueva moneda. No obstante, cabe esperar que el proceso de moderación de los precios se reanude, basado en mayor medida en factores internos —la prevista moderación salarial y el progresivo cierre de la brecha del producto—, ya que en el contexto exterior los precios de las materias primas han repuntado.

Por su parte, el deflator de la demanda final experimentó un recorte de 1,7 puntos porcentuales en su ritmo de avance, en el año 2001, al registrar una tasa de variación del 3,1%. Este comportamiento diferencial respecto al deflator del consumo privado, que, más en línea con el IPC, estabilizó su tasa de variación en el 3,2%, fue resultado tanto de la reducción de la inflación de los bienes de inversión como de las exportaciones. Los precios de exportación vienen determinados, principalmente, por los precios de los productos equivalentes en los mercados internacionales, dado que el peso de las exportaciones españolas en el comercio mundial es reducido. En el caso de los bienes de inversión, la tasa de crecimiento de los deflatores de los bienes de equipo y de la construcción experimentó un recorte similar, aunque continuó siendo mucho mayor en esta última rama. La moderación de la inflación de los bienes de equipo fue consecuencia de los recortes experimentados por los precios de importación de este tipo de bienes; además, los precios interiores también mostraron menor dinamismo.

En el pasado año tuvo lugar una intensa desaceleración del deflator de las importaciones, que re-



dujo su tasa de variación en 9,4 puntos porcentuales, hasta el 0,4% (véase cuerpo superior del gráfico IV.11). Esta ralentización se hizo más intensa conforme transcurría el año, llegando a observarse reducciones interanuales en los precios de importación de bienes en el segundo semestre. Como ya se ha comentado anteriormente, el recorte más drástico se apreció en los precios de los productos energéticos, pero la inflación importada del resto de bienes también se redujo en buena medida. Esta evolución refleja los moderados aumentos de los precios de exportación de nuestros principales socios comerciales, en sus propias monedas, que compensaron sobradamente la ligera depreciación del euro frente al dólar en el promedio del año (3%), si bien, en el cuarto trimestre experimentó, incluso, una ligera apreciación.

A diferencia del comportamiento mostrado por los deflatores del comercio exterior, los precios interiores, aproximados por el deflactor del PIB, experimentaron una aceleración de 0,5 puntos porcentuales, alcanzando una tasa de variación del 3,9% (véase cuerpo central del gráfico IV.11). Además, esta aceleración habría sido mayor de no haberse reducido los impuestos indirectos netos de subvenciones por unidad de producto, como consecuencia de la congelación de los impuestos especiales que recaen sobre algunos bienes y de un ligero aumento de las subvenciones. En efecto, el deflactor del valor añadido, que excluye el impacto directo de los impuestos netos, experimentó un crecimiento del 4,3% en 2001, frente al 3,4% del año precedente. Esta no fue la única contribución favorable del sector público a la evolución del componente interno de la inflación, ya que el propio deflactor del valor añadido de los servicios no de mercado registró un claro recorte en su ritmo de crecimiento, desde el 3,5% en el año 2000 al 2,6% en el año 2001, fruto del moderado crecimiento de las retribuciones de los empleados del sector público. Al eliminar este componente y centrar la atención en los determinantes interiores de la inflación relacionados con la economía de mercado, recogidos en el correspondiente deflactor del valor añadido, se observa que este experimentó una acusada aceleración, de 1,2 puntos porcentuales, creciendo el 4,6%.

Detrás de este marcado aumento del componente interno de la inflación se encuentra la evolución del coste laboral unitario en la economía de mercado, que se elevó un 4,4% en el conjunto del año, dos puntos porcentuales por encima del año

precedente (véase cuerpo inferior del gráfico IV.11). Este considerable avance respondió a la aceleración de la remuneración por asalariado (5,3%), ya comentada, que solo fue compensada, de forma muy parcial, por el tímido avance de la productividad aparente del trabajo (0,9%). En este contexto, y a pesar del repunte del deflactor del valor añadido, el excedente bruto de explotación por unidad de valor añadido moderó significativamente su ritmo de crecimiento. Aunque, a nivel agregado, esta evolución es coherente con el progresivo debilitamiento de la presión de la demanda y queda matizada por los mayores aumentos de márgenes en años precedentes, al nivel de ramas de actividad la evolución de los márgenes fue muy desigual. De hecho, los márgenes de las ramas más expuestas a la competencia internacional registraron un deterioro adicional, mientras que en las más cerradas ocurrió lo contrario. Esta evolución pone de manifiesto el margen todavía existente para aumentar la competencia en algunas de estas ramas y para el uso de tecnologías más productivas en general, en un marco de crecimiento salarial moderado. Las carencias en estos terrenos han sido responsables del problema de inflación dual que ha presentado la economía española en los últimos años (véase recuadro IV.4).

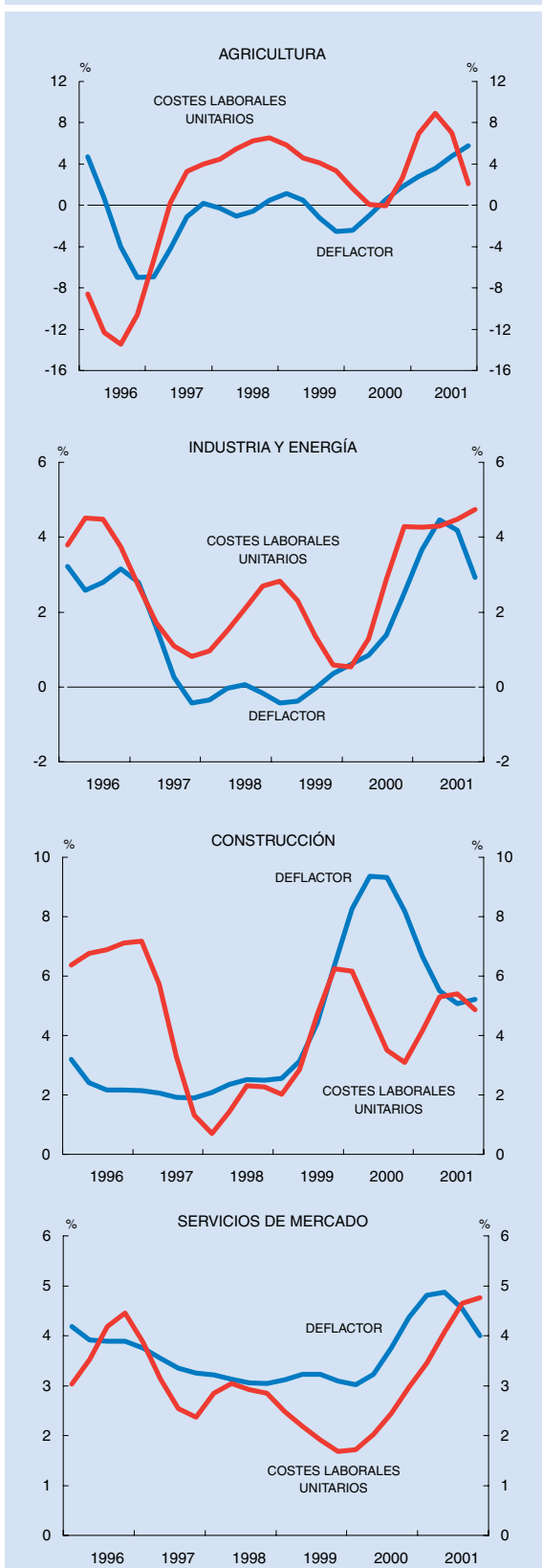
#### **IV.5.1. Los costes y los precios: las ramas productivas**

Como se apuntó en el apartado precedente, el margen unitario de la economía de mercado moderó apreciablemente su ritmo de crecimiento, en el año 2001, hasta quedar prácticamente estabilizado, como resultado de una evolución muy heterogénea en las distintas ramas de actividad. En concreto, en las ramas más expuestas a la competencia internacional (agricultura e industria) se mantuvo el proceso de contracción de márgenes, y en las menos expuestas (construcción y servicios de mercado), los márgenes continuaron expandiéndose, aunque a un ritmo menor.

Como se observa en el cuerpo superior del gráfico IV.12, en las actividades primarias, el deflactor del valor añadido experimentó una marcada aceleración en el año 2001, hasta situar su tasa de crecimiento en el 4,2% (-0,3% en el año anterior). Este comportamiento respondió, en mayor medida, a factores de oferta que a una mayor presión de la demanda. En efecto, como ya se apuntó previamente, algunos cultivos agrícolas experimentaron una cierta escasez, a la vez que los precios de los pro-

GRÁFICO IV.12

## Precios y costes por ramas de actividad (a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series de ciclo-tendencia de la CNTR.

ductos ganaderos se vieron afectados por los problemas sanitarios que surgieron en algunas especies el año precedente. Esa aceleración no fue suficiente para contrarrestar el marcado aumento del coste laboral unitario, arrastrado por el fuerte crecimiento salarial, que solo comenzó a flexionar a la baja en la parte final del año, cuando la pérdida de dinamismo del empleo permitió una recuperación de la productividad del trabajo. En consecuencia, el margen unitario volvió a reducirse en el promedio del año, recuperándose en la parte final del mismo.

En la rama de industria y energía, el deflactor del valor añadido experimentó un crecimiento del 3,8%, 2,5 puntos porcentuales más que en el año 2000. La evolución del deflactor durante el año 2001 tuvo dos partes claramente diferenciadas; en el primer semestre del año se apreció una aceleración, dando continuidad al perfil que presentó el año anterior, mientras que en la segunda mitad, la menor presión de la demanda, especialmente en su componente exterior, propició una clara moderación del mismo (véase gráfico IV.8). Esta evolución del deflactor del valor añadido fue compatible con una significativa desaceleración de los precios finales de venta a lo largo del año, ya que los precios de los consumos intermedios moderaron sensiblemente su crecimiento respecto al año anterior. De esta forma, los precios finales de venta mantuvieron una evolución muy semejante a la de nuestros principales socios comerciales.

Por su parte, los costes laborales unitarios mantuvieron un crecimiento elevado a lo largo de todo el año, situándose por encima del deflactor, por lo que el margen unitario continuó deteriorándose. Esta evolución de los costes laborales unitarios se explica por la aceleración de la remuneración por asalariado, y por el estancamiento de la productividad aparente, que se mantuvo en los niveles del año precedente. La atonía de la productividad, indicativa del limitado aumento del stock de capital y de la falta de intensidad tecnológica en estas actividades, es ilustrativa del riesgo de que la recuperación de sus márgenes se produzca a través de un menor dinamismo del empleo, dada la imposibilidad de elevar los precios en el contexto de fuerte competencia externa en el que opera el sector. Cabe señalar que la reducción del margen unitario se extendió a casi la totalidad de las ramas industriales —las únicas excepciones fueron las de fabricación de alimentos, bebidas y tabaco, y las de fabricación de caucho y materiales plásticos—. En cambio, en la rama de



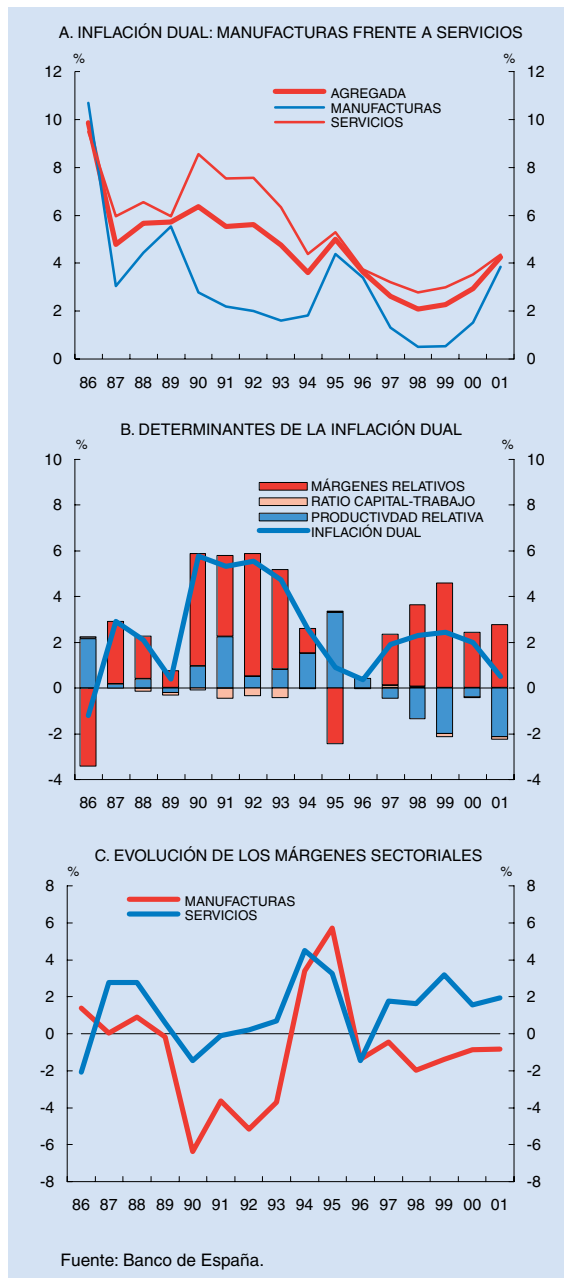
## Inflación dual, productividad y márgenes sectoriales

La incorporación de España a la Unión Económica y Monetaria en el año 1999 constituyó un cambio fundamental en los mecanismos de ajuste macroeconómico. En este nuevo contexto, la capacidad para hacer frente a distintos tipos de perturbaciones sin generar ajustes de precios que conlleven pérdidas de competitividad y alimenten el fenómeno de la inflación dual —un diferencial persistente de inflación entre ramas abiertas y no abiertas a la competencia— dependerá del grado de competencia existente, tanto de bienes y servicios como de factores de producción.

En el panel superior del gráfico adjunto se representa la evolución de la inflación y su desagregación entre las ramas manufactureras (abiertas a la competencia internacional) y los servicios, medida por los deflatores del valor añadido. El gráfico muestra que la inflación en los servicios ha sido sistemáticamente superior a la de las manufacturas, aunque la importancia del fenómeno de «inflación dual» no ha sido la misma a lo largo de los últimos quince años. En el gráfico se distinguen dos periodos. En el primero de ellos, que comienza a mediados de los años ochenta y finaliza a mediados de la siguiente década, la inflación dual alcanzó valores muy elevados, especialmente durante la primera mitad de los noventa (89-94), siendo, en promedio, del 4%. El segundo periodo coincide con la reciente fase expansiva, iniciada a partir de 1997. Durante estos años el diferencial de inflación entre estas ramas se ha reducido hasta niveles situados en torno al 2%.

En el segundo panel del gráfico se proporciona una descomposición de dicho diferencial. En un marco de competencia perfecta, los precios vienen determinados por los costes marginales de las empresas, que dependen de la relación entre el salario nominal y la productividad marginal del trabajo. En condiciones de competencia imperfecta, las empresas fijarán sus precios estableciendo un margen sobre dichos costes. En consecuencia, el diferencial de inflación entre distintas ramas productivas vendrá determinado por la evolución de las productividades marginales relativas y de los márgenes intersectoriales (es decir, por el grado de competencia relativo). Dado que, bajo los supuestos más comúnmente utilizados, la productividad puede descomponerse entre la denominada productividad total de los factores (es decir, el progreso tecnológico) y la relación capital-trabajo, el diferencial de inflación entre las ramas abiertas y no abiertas a la competencia (la inflación dual) puede analizarse así: la inflación dual será más elevada si la productividad total de los factores crece más en los sectores abiertos a la competencia que en los sectores no expuestos (aumento de la *ratio* productividad total manufacturas-servicios), si el cociente de la *ratio* capital-trabajo entre manufacturas y servicios aumenta y si, en fin, aumentan los márgenes relativos de los servicios con respecto a los de las manufacturas.

En el segundo panel del gráfico se observa que, en el primero de los periodos considerados, la productividad relativa de las ramas manufactureras frente a los servicios aumentó de forma moderada. Además —y más importante cuantitativamente—, se produjo una notable reducción de los márgenes de las ramas manufactureras (en un contexto de mayor apertura internacional de nuestra economía y de fuerte apreciación del tipo de cambio), mientras que los márgenes de los servicios no reflejaron ningún tipo de ajuste (véase tercer panel). Por su parte, el estrechamiento del diferencial del segundo periodo ha tenido su origen en la progresiva disminución de la productividad relativa entre el sector manufacturero y los servicios, que oculta, básicamente, un retroceso de la productividad en las ramas más expuestas a la competencia. Sin embargo, la ampliación de los márgenes relativos del sector servicios ha seguido contribuyendo de forma importante al diferencial de inflación intersectorial. La contribución de la *ratio* capital-trabajo al fenómeno de la inflación dual ha tenido una importancia secundaria.



energía se observó una ampliación, como consecuencia de las ganancias de productividad del trabajo ligadas al proceso de ajuste del empleo que esta rama ha llevado a cabo en los últimos años.

Como se puede apreciar en el gráfico IV.12, en la rama de construcción el deflactor del valor añadido mantuvo un crecimiento elevado (5,6%), si bien fue significativamente inferior al registrado el año anterior (8,8%). La principal causa de esta evolución de los precios fue la fortaleza de la demanda, que permitió que el nivel de la actividad se mantuviera significativamente por encima de su potencial. El margen unitario de explotación aumentó, por cuarto año consecutivo, a pesar del intenso crecimiento de los costes laborales unitarios, ya que la moderada evolución de la productividad aparente no pudo compensar el fuerte incremento de la remuneración por asalariado.

En los servicios de mercado, la presión de la demanda fue reduciéndose a lo largo del año, aunque la actividad todavía se mantuvo por encima de su nivel tendencial. De esta forma, como viene siendo habitual, la aceleración de los costes laborales unitarios se trasladó sin dificultad a los precios, que elevaron su crecimiento hasta el 4,5%, nueve décimas más que durante el año anterior. Este sesgo inflacionista provocó una nueva ampliación del margen unitario de explotación en el promedio del año, aunque con un perfil de progresiva moderación a lo largo del mismo. Esta dinámica estuvo condicionada por el elevado crecimiento de la remuneración por asalariado, que solo se compensó parcialmente por el dinamismo de la productividad del trabajo, en un contexto de marcada desaceleración del empleo.

El aumento de los márgenes no fue generalizado en todas las ramas de los servicios. Como viene siendo habitual, tanto en la rama de comunicaciones —donde continúa el proceso de liberalización y de fuerte competencia de precios, que se está traduciendo en un intenso ajuste de los márgenes— como en algunas ramas de servicios prestados a las empresas —donde posiblemente el poder de mercado de los demandantes es alto, lo que hace más difícil trasladar los intensos aumentos de costes a precios— el margen unitario disminuyó. En cambio, en la rama de transporte los márgenes aumentaron significativamente, compensando la caída que se había producido el año anterior, en un contexto de fuerte incremento de los precios de los carburantes.

## IV.6. LA COMPETITIVIDAD

Como se ha señalado en los epígrafes anteriores, la notable ralentización de las exportaciones españolas en el año 2001 obedeció, en primera instancia, a la debilidad de la economía internacional, aunque también se produjo una pérdida de competitividad, que se manifestó en un mayor crecimiento de los precios y costes españoles, en relación con los de nuestros competidores. De hecho, frente a una experiencia histórica caracterizada hasta muy recientemente por sustanciales ganancias de cuota, la participación española en el comercio mundial ha permanecido prácticamente estable en los últimos años —como se comprobaba en el gráfico I.2—, a pesar de que dicha participación es inferior al peso de la economía en el producto mundial. Sin embargo, las importaciones, que en años anteriores crecieron a tasas muy superiores a las de la producción interior, redujeron en gran medida su ritmo de penetración en el mercado español, a pesar del moderado avance de sus precios, resultado que, en parte, está relacionado con la composición de la demanda en el pasado año.

El análisis de las cuotas de exportación muestra que las ventas con destino a la zona euro crecieron, en los últimos tres años, a un ritmo similar al de este mercado, mientras que las destinadas a terceros mercados experimentaron inicialmente un comportamiento más favorable, en respuesta a las ganancias de competitividad registradas. Sin embargo, en el año 2001 se registró una pérdida de competitividad en los mercados extracomunitarios, que se tradujo en una ligera disminución de cuota, según los datos disponibles.

Entre los factores que permiten explicar el estancamiento de las cuotas en la zona euro, a la que se dirigen más del 60% de los productos exportados, el más inmediato es la ausencia de ganancias de competitividad en términos de precios y costes. No obstante, detrás de estos resultados se encuentran también elementos de carácter más estructural, como las características propias del patrón comercial español, especializado en productos de tecnología media y relativamente vulnerable al fuerte incremento de las ventas de los países emergentes que compiten a precios muy favorables. Paralelamente, la estructura productiva española está poco especializada en aquellos sectores que, en los últimos años, han destacado por la intensidad de su demanda y por su capacidad de generar valor, como son

los relacionados con las nuevas tecnologías. En este sentido, la información que se desprende de los índices de especialización de las exportaciones, calculadas en relación con Francia, Alemania e Italia, muestra que la participación de las ventas de bienes producidos en industrias con alto contenido tecnológico es comparativamente baja, habiendo disminuido incluso en la última década (véase cuadro IV.2). Por otra parte, la estructura relativa de las importaciones, medida a través de los índices de dependencia relativa, refleja que la intensidad importadora en bienes industriales de tecnología alta —que son, básicamente, bienes de inversión— se ha atenuado desde el comienzo de la década de los noventa, en comparación con los tres países de referencia.

La evolución agregada de los índices de competitividad elaborados con distintos indicadores de precios y costes vino afectada por la ligera apreciación del componente nominal y por el comportamiento desfavorable que —en cuantía diversa— experimentaron los indicadores de precios y costes relativos (véase gráfico IV.13).

Analizando con mayor detalle el comportamiento de los indicadores de precios y costes frente a la zona euro, se observa que el elaborado con precios de consumo recortó su ritmo de aumento con respecto al año precedente. Esto fue debido al mejor comportamiento del componente energético que compensó, parcialmente, el empeoramiento observado en los precios relativos de los bienes no energéticos y, sobre todo, de los servicios, que reflejaron las tensiones inflacionistas registradas en los sectores protegidos de la competencia exterior. Por el contrario, los índices calculados con precios relativos de producción industrial interrumpieron el comportamiento favorable mostrado en el año 2000, y mostraron una pérdida de competitividad que tuvo su origen en el diferencial positivo de inflación de los bienes de consumo. También los costes laborales unitarios experimentaron un mayor crecimiento que los de la zona euro. En particular, en términos de los costes laborales en las manufacturas, las pérdidas de competitividad, aunque atenuadas respecto al año 2000, siguieron siendo significativas. El comportamiento de los costes laborales unitarios se debió, básicamente, a los mayores incrementos de la remuneración de asalariados en España en relación con los de los países de la zona euro.

Como se ha comentado, en 2001 los índices de competitividad elaborados frente a países de-

CUADRO IV.2

**Índices de especialización y dependencia relativa frente a Alemania, Francia e Italia**

	1991	2000
<b>EXPORTACIONES (a):</b>		
<b>Industrias de tecnología alta</b>	<b>52,1</b>	<b>44,4</b>
Aeronaves	34,9	27,0
Productos farmacéuticos	66,3	55,9
Máquinas de oficina y equipos informáticos	86,6	58,1
Material electrónico	56,1	48,1
Equipos quirúrgicos y de precisión	32,0	38,6
<b>Industrias de tecnología media-alta</b>	<b>102,5</b>	<b>103,7</b>
Maquinaria y material eléctrico	80,7	86,6
Vehículos de motor	169,8	162,4
Industria química	56,1	58,3
Material ferroviario y otro equipo de transporte	60,5	168,5
Construcción de maquinaria y equipo mecánico	76,0	73,6
<b>Industrias de tecnología media-baja</b>	<b>142,2</b>	<b>151,8</b>
Refino de petróleo	183,5	209,4
Transformación del caucho y materias plásticas	140,0	173,3
Otros productos minerales no metálicos	155,8	188,5
Embarcaciones	344,6	173,4
Metalurgia y fabricación de productos metálicos	120,2	116,9
<b>Industrias de tecnología baja</b>	<b>98,0</b>	<b>114,4</b>
Manufacturas diversas	94,0	107,3
Madera, corcho, papel, artes gráficas y edición	102,8	117,7
Alimentación, bebidas y tabaco	95,1	110,6
Textil, confección, cuero y calzado	100,3	119,6
<b>TOTAL MANUFACTURAS</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>IMPORTACIONES (b):</b>		
<b>Industrias de tecnología alta</b>	<b>98,4</b>	<b>76,1</b>
Aeronaves	78,7	58,4
Productos farmacéuticos	87,2	87,7
Máquinas de oficina y equipos informáticos	107,5	65,0
Material electrónico	101,8	88,4
Equipos quirúrgicos y de precisión	110,8	78,1
<b>Industrias de tecnología media-alta</b>	<b>116,8</b>	<b>115,6</b>
Maquinaria y material eléctrico	138,3	100,5
Vehículos de motor	104,2	135,9
Industria química	89,0	79,2
Material ferroviario y otro equipo de transporte	180,3	115,2
Construcción de maquinaria y equipo mecánico	146,6	136,0
<b>Industrias de tecnología media-baja</b>	<b>94,2</b>	<b>112,0</b>
Refino de petróleo	71,6	104,3
Transformación del caucho y materias plásticas	140,8	166,4
Otros productos minerales no metálicos	86,9	79,5
Embarcaciones	103,5	193,8
Metalurgia y fabricación de productos metálicos	89,0	99,4
<b>Industrias de tecnología baja</b>	<b>83,4</b>	<b>92,0</b>
Manufacturas diversas	107,5	105,4
Madera, corcho, papel, artes gráficas y edición	87,7	93,7
Alimentación, bebidas y tabaco	81,3	88,6
Textil, confección, cuero y calzado	74,9	88,7
<b>TOTAL MANUFACTURAS</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

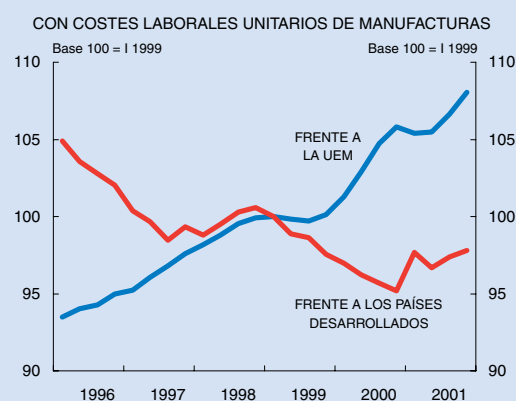
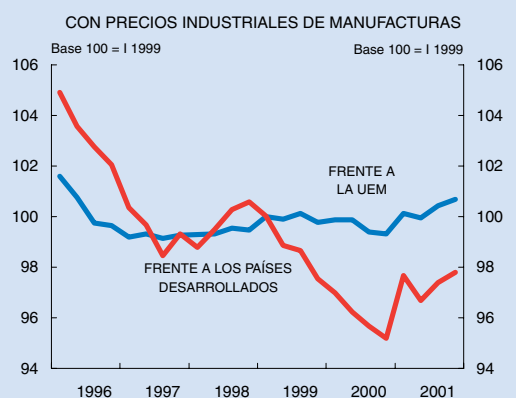
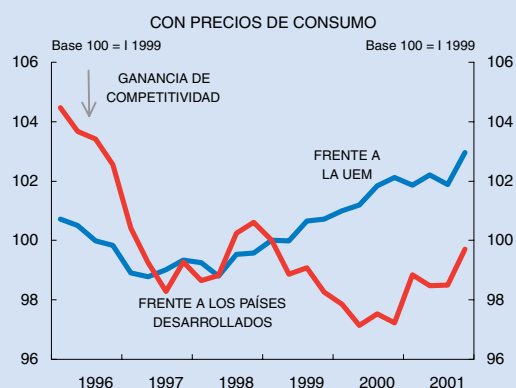
Fuentes: OCDE y Banco de España.

(a)  $IERi = [X_{\text{España}/X_{\text{España}}] / [X_{\text{grupo}}/X_{\text{grupo}}] * 100$ , donde  $X_i$  son las exportaciones de la rama  $i$ ,  $X$  son las exportaciones totales de manufacturas.

(b)  $IDRi = [M_{\text{España}/M_{\text{España}}] / [M_{\text{grupo}}/M_{\text{grupo}}] * 100$ , donde  $M_i$  son las importaciones de la rama  $i$ ,  $M$  son las importaciones totales de manufacturas.

GRÁFICO IV.13

## Índices de competitividad de España (a)



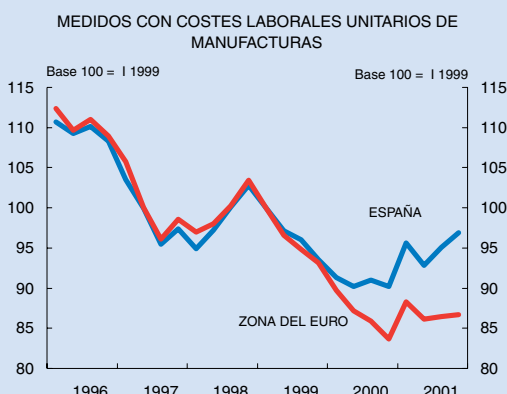
Fuente: Banco de España.

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

sarrollados no pertenecientes a la zona euro reflejaron pérdidas de competitividad generalizadamente, al unirse al deterioro de los diferenciales de precios —que, no obstante se recortaron ligeramente respecto al año anterior— el fortalecimiento del euro. Aunque las ganancias que se produjeron en el componente nominal de estos índices en los dos años anteriores a 2001 permitieron mantener una cierta ventaja competitiva frente a estos países, el persistente crecimiento

GRÁFICO IV.14

## Índices de competitividad de España y de la zona del euro (a) (b)



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

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

(b) Índices de competitividad de España frente al grupo de países desarrollados no euro e índices de competitividad de la zona euro frente a un grupo reducido de países compuesto por: Estados Unidos, Japón, Suiza, Reino Unido, Suecia, Dinamarca, Grecia (hasta diciembre de 2000), Noruega, Canadá, Austria, Hong-Kong, Corea y Singapur.

diferencial de los precios y, sobre todo, de los costes, la está anulando gradualmente. Por otra parte, en el año 2001 se observó una menor diferencia en el crecimiento de los precios de exportación españoles, por áreas económicas, que parece indicar que, ante la extrema debilidad de la demanda exterior, los exportadores españoles atenuaron la práctica de establecer márgenes diferentes en distintos mercados, habitual cuando la depreciación del euro permitía fijar mayores elevaciones de precios fuera de la zona del euro; con todo, todavía se observó que los precios relativos frente a países desarrollados se incrementaron más que frente a la UEM.

Para finalizar, cabe señalar que, cuando se compara la evolución de los índices de competitividad de España y de la zona del euro, elaborados con costes laborales unitarios de manufacturas, se comprueba que si bien ambos tipos de índices registraron pautas de comportamiento similares en el año 2001, las pérdidas de competitividad fueron más acusadas en el caso de España. Además, los costes laborales unitarios de manufacturas se estabilizaron en la zona euro, mientras aumentaron en España: nuevamente, esta evolución se explica por el comportamiento dispar de la remuneración por asalariado, que en 2001 avanzó relativamente más en España (véase gráfico IV.14).

#### IV.7. LA ACTIVIDAD DE LAS AAPP

En el año 2001 se alcanzó el objetivo de equilibrio presupuestario inicialmente planteado para el conjunto de las AAPP (véase el cuadro IV.3). El saldo primario, por su parte, registró un superávit del 3,1% del PIB, dos décimas más que el año anterior, mientras que la *ratio* de deuda pública respecto al PIB quedó en el 57,2%, por debajo del nivel de referencia del 60% del Trato de Maastricht.

El Estado y sus organismos tuvieron un déficit del 0,4% del PIB, ligeramente por encima del 0,3% inicialmente presupuestado, aunque mejorando el 0,5% previsto en la última Actualización del Programa de Estabilidad (2001-2005). La Seguridad Social —para la que se preveía un superávit del 0,3% del PIB en el presupuesto inicial, y del 0,5% del PIB en la Actualización del Programa de Estabilidad— alcanzó un superávit del 0,8% del PIB, lo que permitió efectuar una aportación al fondo de reserva de la Seguridad Social de 1.803 millones de euros, muy superior a la presupuestada (de 541 millones de euros). Las Administraciones Territoriales, sin embargo, para las que se preveía alcanzar una situación de equilibrio, registraron un déficit del 0,4% del PIB, una décima más que en el año 2000, atribuible en su totalidad a las Comunidades Autónomas, ya que las Corporaciones Locales mantuvieron el equilibrio presupuestario. Es de destacar que el 2001 es el segundo año en el que las Comunidades Autónomas se desvían considerablemente del objetivo de saldo presupuestario establecido en el correspondiente Programa de Estabilidad.

En términos de Contabilidad Nacional, los ingresos totales aumentaron el 7% en 2001, ligeramente por encima del PIB nominal. Sin embargo, y al contrario que el año anterior, los ingresos de carácter impositivo en su conjunto disminuyeron su peso relativo al PIB, mientras que los ingresos no impositivos tuvieron un mayor crecimiento. Por su parte, el gasto total de las Administraciones Públicas volvió a crecer por debajo del PIB nominal, de forma que disminuyó su peso respecto al conjunto de la economía, aunque en menor cuantía (dos décimas de punto porcentual) que en el año anterior, en el que dicha reducción alcanzó ocho décimas. La disminución del gasto en el 2001 fue debida tanto al gasto corriente primario como a los pagos por intereses, mientras que los gastos de capital aumentaron significativamente su peso sobre el PIB.

La disminución del peso de los ingresos impositivos fue debida al débil crecimiento de los impuestos

sobre la producción y las importaciones, mientras que los impuestos sobre la renta y el patrimonio mantuvieron su peso sobre el PIB y las cotizaciones sociales registraron un importante aumento, superior al del PIB nominal. Los impuestos sobre la renta y el patrimonio registraron un crecimiento del 6,9%, aunque los datos disponibles indican una evolución muy desigual de sus principales figuras, con un importante aumento del IRPF (del 12,9%, en términos de recaudación) y un incremento del Impuesto de Sociedades prácticamente nulo, que estaría reflejando, además de la disminución de los beneficios empresariales, una intensificación del proceso de externalización de los fondos de pensiones por parte de las empresas y una mejora en el tratamiento fiscal de los dividendos y ganancias de capital de las inversiones en el exterior.

Por su parte, el aumento en la base impositiva asociado al notable dinamismo del empleo y de las afiliaciones a la Seguridad Social fue un factor determinante del crecimiento de la recaudación del IRPF en 2001. La mejora que podría haberse producido en su capacidad recaudatoria y la no deflactación de la tarifa pudieron contribuir también a este desarrollo. Por el contrario, los impuestos indirectos registraron una sensible pérdida (tres décimas de punto porcentual) de peso respecto al PIB, como resultado de la desaceleración de su ritmo de crecimiento, desde el 8,3% del año 2000 al 3,9% en el 2001. Esta significativa desaceleración fue debida sobre todo al IVA —en línea con la ralentización del consumo y de las importaciones y de las deducciones fiscales a los sectores agrarios y de transportes—, que tuvo un crecimiento, en términos de recaudación, del 3,8%, frente al 8,7% del año anterior. Los impuestos especiales experimentaron también un débil aumento (el 3,5%, en términos de recaudación), en un contexto de congelación de los tipos impositivos, que fue especialmente acusada en el caso de los impuestos sobre hidrocarburos.

Los ingresos por cotizaciones sociales mantuvieron una elevada tasa de crecimiento en el 2001 (el 8,6%, frente al 9,7% correspondiente al año 2000), lo que refleja el comportamiento positivo del número de afiliados a la Seguridad Social. Por último, los ingresos no impositivos evolucionaron muy favorablemente, debido especialmente a los ingresos por beneficios ordinarios del Banco de España, mayores de lo esperado, a la tasa por reserva del dominio radioeléctrico —aplicada por primera vez en el 2001— y a una cierta recuperación de las transferencias de capital procedentes de los fondos europeos.



CUADRO IV.3

**Principales operaciones financieras  
de las AAPP (SEC-95)**

Porcentajes del PIB

	1998	1999	2000	2001
<b>Ingresos totales</b>	<b>39,4</b>	<b>40,1</b>	<b>39,9</b>	<b>40,0</b>
Ingresos corrientes	38,0	38,6	38,9	38,9
Impuestos producción e importaciones	11,1	11,7	11,7	11,4
Impuestos renta y patrimonio	10,2	10,2	10,5	10,5
Cotizaciones sociales	13,0	13,1	13,3	13,5
Otros ingresos (a)	3,7	3,6	3,3	3,5
Ingresos de capital	1,4	1,4	1,1	1,1
<b>Gastos totales</b>	<b>42,0</b>	<b>41,1</b>	<b>40,3</b>	<b>40,1</b>
Gastos corrientes	36,8	35,8	35,3	34,9
Gastos en consumo final	17,5	17,4	17,4	17,3
Prestaciones sociales en efectivo	12,8	12,4	12,3	12,2
Intereses efectivos	4,3	3,5	3,3	3,1
Subvenciones	1,1	1,2	1,1	1,1
Otras transferencias	1,2	1,2	1,3	1,2
Gastos de capital	5,1	5,4	4,9	5,1
Formación bruta de capital (b)	3,3	3,5	3,3	3,5
Otros gastos	1,8	1,9	1,7	1,7
<b>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>
PRO MEMORIA:				
Saldo primario	1,7	2,5	2,9	3,1
Deuda bruta	64,6	63,1	60,4	57,2

Fuentes: INE, Ministerio de Hacienda y Banco de España.

(a) Incluye consumo de capital fijo.

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

Dentro del gasto corriente primario, los gastos en consumo final aumentaron en un 6%, desacelerándose significativamente respecto al 7,5% alcanzado el año anterior. El componente principal de dichos gastos en consumo final —la remuneración de asalariados al servicio de las Administraciones Públicas— tuvo un aumento relativamente moderado, el 5,1%, algo inferior al 5,6% alcanzado en el año 2000. Los datos disponibles relacionan esta desaceleración con la remuneración por asalariado al servicio de las AAPP, más que con la evolución del número de empleados públicos en el año 2001. También se moderaron las transferencias sociales en especie adquiridas en el mercado (asociadas fundamentalmente al gasto sanitario y en educación), así como los consumos intermedios (compras de bienes y servicios), en este último caso atribuible en gran parte a la ejecución presupuestaria de las Corporaciones Locales.

Las prestaciones sociales en efectivo aumentaron un 6,3% en 2001, disminuyendo ligeramente su peso sobre el PIB, y desacelerándose respecto al

6,6% registrado en el año 2000. Esta evolución refleja el moderado crecimiento del número de pensiones, que cabe esperar que se mantenga algunos años, en consonancia con la llegada a la edad de jubilación de las generaciones menos numerosas nacidas durante la Guerra Civil y la inmediata posguerra. Por el contrario, el gasto en prestaciones por desempleo aumentó considerablemente en 2001, producto, por una parte, de la evolución del número de parados registrados en el INEM (con un aumento del 0,1% en el 2001, tomando como referencia el paro registrado no agrícola con empleo anterior, frente a la caída del 4,5% en 2000), y, por otra, del considerable aumento de la tasa de cobertura de las prestaciones por desempleo. En relación con este último punto, aunque no se han producido modificaciones legislativas que incidan sobre las condiciones para el acceso a estas prestaciones, el fuerte descenso del desempleo de larga duración y la reducción de la tasa de temporalidad son factores que ayudan a explicar el incremento en la tasa de cobertura. En conjunto, el número de beneficiarios de las prestaciones por desempleo aumentó un 5,9% en 2001, frente al descenso del 2,7% que tuvo lugar el año anterior.

Los intereses efectivos pagados por las Administraciones Públicas han tenido un ligero crecimiento del 1,4% en 2001, lo que ha significado un nuevo descenso de dos décimas en el peso de los intereses de la deuda pública sobre el PIB. Este descenso ha venido moderándose desde el año 2000, reflejando el agotamiento del recorrido a la baja del tipo de interés medio pagado por la deuda pública, aunque cabe esperar que en los próximos años el peso de los intereses continúe descendiendo, por la caída de la *ratio* de deuda pública respecto al PIB.

Los gastos de capital aumentaron considerablemente en 2001, situándose su tasa de crecimiento en el 11,3%, lo que se ha traducido en un incremento de dos décimas en su peso respecto al PIB. Esta evolución fue debida sobre todo a la inversión pública, con un aumento del 13,1%. Esta tasa no es estrictamente comparable a la registrada en el año 2000, ya que en este último año se incluyeron (con signo negativo) los ingresos obtenidos mediante la concesión de las licencias de telefonía móvil UMTS. Descontando este efecto, el crecimiento de la inversión pública en términos homogéneos habría sido del 10,3% en 2001, frente al 4,4% del año 2000. Por tanto, incluso realizando este ajuste, cabe considerar como sustancial el aumento de la inversión pública en el año 2001.

En resumen, el hecho más significativo de la ejecución presupuestaria en el año 2001 fue el logro del equilibrio presupuestario en un contexto de desaceleración económica algo más intensa de lo previsto inicialmente, pero compatible, como se ha visto, con una evolución positiva del empleo. Los indicadores de impulso fiscal, con todas las limitaciones que deben aplicarse a los análisis basados en los mismos, muestran que el tono de la política fiscal en 2001 fue ligeramente restrictivo (véase el recuadro I.4). Sin embargo, es de destacar que no se tomaron a lo largo del ejercicio medidas discrecionales adicionales de ajuste presupuestario, registrándose, por otra parte, un importante aumento de la inversión pública. Ello fue posible por el grado de restricción general de la política fiscal aplicada en los últimos años, que afecta especialmente a determinadas rúbricas de gasto como el consumo público, y por el descenso de dos décimas en el peso de los intereses pagados sobre el PIB (cuando estaba previsto su mantenimiento) y el ligero aumento del peso de los ingresos —tanto de los no impositivos como de los impositivos más directamente relacionados con el empleo—, que contribuyeron a alcanzar el equilibrio presupuestario en el 2001.

#### IV.8. LA BALANZA DE PAGOS

En el año 2001, la Balanza de Pagos registró un déficit acumulado por cuenta corriente y de capital de 11.391 millones de euros, equivalente al -1,8% del PIB nominal, frente al -2,6% registrado en 2000. Esta mejora se explica por un menor déficit de la balanza comercial y por un aumento importante del superávit de servicios y, en menor medida, de transferencias, que compensaron el empeoramiento de la balanza de rentas (véanse cuadro IV.4 y gráfico IV.15).

El déficit de la balanza comercial, que en el año 2000 había alcanzado un máximo cíclico, se redujo un 1% en 2001, situándose en un -5,4% del PIB. Tanto los ingresos como los pagos moderaron su crecimiento nominal (hasta el 4,2% y el 1,7%, respectivamente), debido a la sensible ralentización del volumen de los intercambios comerciales y a la evolución de los precios. Como se ha analizado en los epígrafes precedentes, la debilidad de las exportaciones reales se debió, básicamente, a la paralización en el crecimiento del comercio mundial, en un contexto de pérdida de competitividad de la economía española. También las importaciones reales aminora-

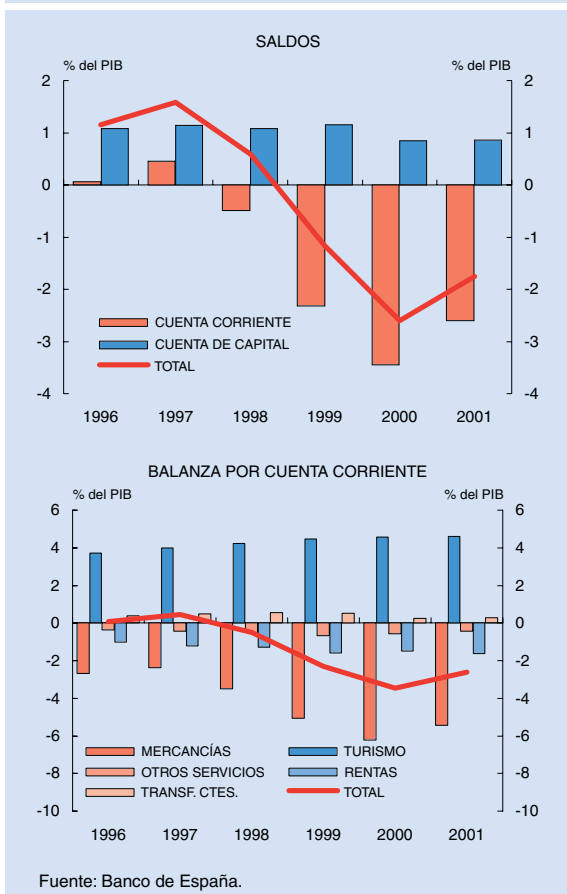
		CUADRO IV.4					
		Balanza de Pagos. Resumen					
		Porcentajes del PIB					
		1996	1997	1998	1999	2000	2001
INGRESOS:							
<b>Cuenta corriente</b>		<b>28,3</b>	<b>31,3</b>	<b>32,0</b>	<b>31,9</b>	<b>35,0</b>	<b>35,7</b>
Mercancías		16,9	19,0	19,0	18,7	20,7	20,2
Servicios		7,3	7,9	8,4	8,9	9,6	10,0
<i>Turismo</i>		4,5	4,8	5,1	5,4	5,5	5,6
<i>Otros servicios</i>		2,8	3,1	3,3	3,5	4,1	4,3
Rentas		2,3	2,3	2,5	2,1	2,7	3,4
Transferencias corrientes		1,8	2,1	2,2	2,2	2,0	2,2
<b>Cuenta de capital</b>		<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
PAGOS:							
<b>Cuenta corriente</b>		<b>28,2</b>	<b>30,9</b>	<b>32,5</b>	<b>34,2</b>	<b>38,5</b>	<b>38,3</b>
Mercancías		19,5	21,4	22,5	23,8	26,9	25,6
Servicios		3,9	4,3	4,7	5,1	5,6	5,8
<i>Turismo</i>		0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
<i>Otros servicios</i>		3,1	3,5	3,8	4,2	4,6	4,8
Rentas		3,3	3,5	3,8	3,7	4,2	5,0
Transferencias corrientes		1,4	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9
<b>Cuenta de capital</b>		<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
SALDOS:							
<b>Cuenta corriente</b>		<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>-2,6</b>
Mercancías		-2,7	-2,4	-3,5	-5,1	-6,2	-5,4
Servicios		3,4	3,6	3,7	3,8	4,0	4,2
<i>Turismo</i>		3,7	4,0	4,2	4,5	4,6	4,6
<i>Otros servicios</i>		-0,4	-0,4	-0,5	-0,7	-0,6	-0,4
Rentas		-1,0	-1,2	-1,3	-1,6	-1,5	-1,6
Transferencias corrientes		0,4	0,5	0,6	0,5	0,3	0,3
<b>Cuenta de capital</b>		<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
PRO MEMORIA:							
Saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital		1,1	1,6	0,6	-1,2	-2,6	-1,8
Fuente: Banco de España.							

ron su crecimiento, en línea con la atonía de la demanda final, especialmente intensa en el caso de la inversión en equipo y de la producción industrial. Por otra parte, se registró una notable mejora de la relación real de intercambio, debido a las fuertes caídas de los precios de importación, en especial los relativos a los productos energéticos.

El saldo de la balanza de servicios alcanzó el 4,2% del PIB (4% en 2000). En tasas, el superávit del comercio de servicios aumentó un 11,9%, que se explica por la mejora del saldo del turismo (un 7,9%) y por una disminución significativa en el déficit de los otros servicios (20%). Los ingresos y los pa-



GRÁFICO IV.15

**Balanza por cuenta corriente y balanza de capital**

gos por turismo crecieron un 8,5% y un 11,7%, respectivamente, y aunque ambos conceptos reflejaron una desaceleración importante a partir del segundo trimestre, esta se acentuó a raíz de los sucesos del 11 de septiembre. Por países, se observó un retroceso de los turistas procedentes de Alemania, y menores aumentos de los del Reino Unido, dos de los mercados emisores más importantes. Por el contrario, avanzaron de forma notable los procedentes de Francia e Italia. La rúbrica de otros servicios, distintos al turismo, mantuvo un buen tono tanto en su vertiente de ingresos como en la de pagos. Al igual que en años precedentes, cabe destacar el favorable

comportamiento de los sectores relacionados con la información, las comunicaciones y los servicios a las empresas, que prolongaron el dinamismo que les viene caracterizando.

En el año 2001, el saldo de la balanza de rentas empeoró, en términos del PIB, hasta el -1,6% del PIB (-1,5% en 2000). Tanto los flujos de ingresos como de pagos experimentaron incrementos importantes (el 35,5% y el 29,5%, respectivamente). Por sectores institucionales, cabe subrayar el aumento de los ingresos de los otros sectores residentes (un 74%, crecimiento superior al del año 2000) y los del sector crediticio (15%, que no obstante crecieron la mitad que el año precedente). También los pagos de estos sectores y, en menor medida, del sector de AAPP experimentaron tasas de aumento superiores a las registradas en el año 2000.

Finalmente, los saldos de transferencias corrientes y de capital se situaron, en términos de PIB, en un 0,3% y un 0,9%, respectivamente, porcentajes similares al los del año anterior. Ambos flujos mejoraron como consecuencia del aumento de los fondos de la UE, aunque estos aumentos fueron inferiores a los previstos. De hecho, parte de estos flujos fueron compensación de retrasos que se produjeron en el año 2000, ya que, al ser el primer año de un nuevo periodo de financiación (el correspondiente al periodo 2000-2006), se produjeron desfases en la elaboración de los programas financiados.

Según la estadística de Balanza de Pagos, en el año 2001 la necesidad de financiación de la economía española se redujo hasta los 11.391 millones de euros (frente a los 15.811 de 2000), que puede explicarse por la leve recuperación de la tasa de ahorro de la economía, al tiempo que descendió ligeramente su tasa de inversión. En el capítulo siguiente se procede a analizar, de forma detallada, la concreción financiera de esta posición deficitaria.

## CAPÍTULO V

# LOS FLUJOS, MERCADOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

Como ya se ha mencionado en otros capítulos de este Informe, el año 2001 estuvo marcado, tanto en España como en la mayoría de las economías industrializadas, por la desaceleración de la actividad, en gran medida ligada a una serie de perturbaciones globales (el alza del precio del petróleo, la crisis del sector tecnológico, los atentados del 11 de septiembre, etc.) que, conjuntamente, propiciaron un clima generalizado de incertidumbre en los mercados financieros. Es importante destacar, sin embargo, que, en comparación con episodios pasados similares, los sistemas financieros internacionales, en general, y el español, en particular, han dado muestras de una mayor capacidad para enfrentarse con este tipo de situaciones, contribuyendo, de este modo, a atemperar su impacto sobre el crecimiento de las distintas economías.

En nuestro país, el menor dinamismo de la actividad en 2001 no se tradujo, como en otras ocasiones, en una desaceleración intensa de los fondos obtenidos por las sociedades y los hogares para financiar sus decisiones de gasto. Antes al contrario, alentada por unas condiciones monetarias holgadas, la financiación recibida por estos sectores creció a tasas en el entorno del 16%, que, si bien fueron algo inferiores a las observadas en los años precedentes, resultan elevadas cuando se considera la situación cíclica de la economía española. De acuerdo con la información provisional disponible sobre el primer trimestre de 2002, esta variable ha continuado creciendo, ligeramente por encima del 15%, a la misma tasa que en el último trimestre de 2001.

Como cabría esperar en un contexto como el descrito, las sociedades españolas captaron un volumen menor de fondos a través de los mercados de renta variable, en los que la negociación y la estabilidad de las cotizaciones se vieron negativamente

afectadas por el escenario de mayor incertidumbre. Sin embargo, se registró un cierto impulso en la emisión de valores de renta fija, particularmente por parte de las empresas financieras, que repercutió de manera positiva sobre la actividad del mercado secundario de este tipo de instrumentos.

Pero fue principalmente la financiación captada a través del crédito bancario la que contribuyó, en mayor medida, a sostener el nivel de gasto de las empresas y, sobre todo, de las familias españolas. En este sentido, son particularmente destacables los avances de los préstamos para la adquisición de vivienda (por encima del 16%, en el conjunto del año) y de los destinados al consumo (cuya tasa interanual superó el 22% al cierre de 2001). De este modo, las entidades de crédito desempeñaron, un año más, un papel crucial en la canalización de los flujos financieros en nuestro país. La fortaleza de su negocio tradicional en España —si bien en un marco de competencia creciente— les permitió hacer frente a los aumentos de las dotaciones requeridas por la provisión estadística y por los acontecimientos en Argentina, sin excesivo impacto sobre su cuenta de resultados. De hecho, el crecimiento de los beneficios de las entidades españolas se moderó en relación con años anteriores, pero siguió siendo mayor que el de buena parte de sus principales competidores internacionales.

Los activos financieros adquiridos y los pasivos contraídos frente a no residentes alcanzaron, respectivamente, el 10,3% y el 12,2% del PIB, registros bastante inferiores a los de 2000 —un ejercicio probablemente excepcional—, pero comparables a los de 1998 y 1999, que fueron propicios para el crecimiento de los flujos de capitales.

Si bien puede afirmarse, a la vista de estos datos, que el crecimiento de la financiación parece haber

contribuido a moderar la profundidad y, posiblemente, la duración de la desaceleración de la actividad en España, no debe ignorarse que, como contrapartida de ello, las sociedades no financieras y los hogares españoles continuaron incrementando a lo largo del pasado año sus niveles de endeudamiento tanto en términos absolutos como en comparación con su renta o sus activos financieros. La proporción de la deuda de los hogares en relación con su renta bruta disponible creció 4 puntos porcentuales, hasta situarse próxima al 77%. La *ratio* de deuda sobre excedente bruto de explotación de las sociedades, por su parte, aumentó del 342% al 380%.

La posición patrimonial de las familias y las empresas españolas se mantiene, en todo caso, saneada y, como se ha comentado en otras partes de este Informe (véase recuadro I.1), los niveles de endeudamiento alcanzados son equiparables a los observados para el promedio de la UEM. Su aumento más reciente, además, se apoya en unas expectativas favorables sobre el crecimiento futuro de la economía española. Pero ello no evita que, incluso en estas condiciones, el avance del nivel de deuda de un sector implique una mayor exposición relativa del mismo ante posibles perturbaciones. Por ejemplo, en el caso de los hogares, habida cuenta del peso de los activos inmobiliarios en su riqueza total, una posible corrección del precio de la vivienda —que, en los últimos cuatro años, ha crecido un 37%, en términos reales (véase recuadro V.1)— podría inducir un debilitamiento de su posición patrimonial. En el caso de las sociedades, los factores de riesgo más relevantes son, probablemente, los asociados a su creciente expansión internacional, que ha supuesto que, en términos del PIB, sus activos frente al resto del mundo se hayan duplicado en menos de tres años. En estas circunstancias, el grado de vulnerabilidad relativa de la situación financiera del sector privado podría llegar a condicionar, en alguna medida, la velocidad con la que cabe esperar que el consumo y la inversión se recuperen en una nueva fase de expansión cíclica.

## **V.1. LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

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

De acuerdo con la Contabilidad Nacional, durante el año 2001, las necesidades netas de financia-

ción de la economía española disminuyeron hasta situarse en el 1,9% del PIB, frente al 2,5% registrado en el año 2000. Esta reducción fue consecuencia tanto de la recuperación del ahorro nacional como de una menor participación de la inversión total de los sectores residentes en el producto (véanse cuadro V.1 y gráfico V.1). Por sectores, las Administraciones Públicas alcanzaron el equilibrio presupuestario, fruto de un aumento de su ahorro bruto en cinco décimas del PIB, pese al ligero incremento de su esfuerzo inversor, comentado en el capítulo anterior. La evolución del ahorro público fue el resultado de una contención de los gastos corrientes en casi todos sus componentes, mientras que los ingresos corrientes mantuvieron su participación en el PIB en el nivel del pasado año.

La capacidad de financiación de los hogares se situó, como en 2000, en el 0,3% del PIB, del mismo modo que su ahorro y su inversión residencial en porcentaje del PIB repitieron, prácticamente, los niveles del año anterior. Por último, las empresas españolas redujeron sus necesidades de financiación en dos décimas del PIB, hasta el 2,2%, si bien se observó un comportamiento dispar entre las instituciones financieras y las sociedades no financieras. Las primeras experimentaron un aumento de su capacidad de financiación hasta el 1,2% del PIB —medio punto más que el año anterior—, mientras que las sociedades no financieras registraron una nueva ampliación de sus necesidades de financiación, hasta alcanzar el 3,4% del PIB.

### **V.1.2. Los flujos financieros de la economía española**

Las cuentas financieras de la economía española contienen información sobre los flujos de financiación e inversión financiera entre los distintos sectores institucionales, proporcionando, de este modo, una visión de los canales a través de los cuales se financian el consumo y la inversión real de los agentes y de los instrumentos en los que se materializa su ahorro. Aportan, así, un conjunto de información distinto de la contabilidad no financiera, que, sin embargo, refleja una misma realidad económica, ya que los agentes adoptan sus decisiones de gasto y financiación de forma simultánea. Además, las cuentas financieras permiten analizar la posición patrimonial de los diversos sectores de la economía española, una variable que, en muchos casos, resulta vital para comprender y valorar las decisiones de

# Evolución reciente del precio de la vivienda en España

En los últimos años, tanto el precio de la vivienda como los créditos concedidos a los hogares para su adquisición han crecido de forma intensa. Este mayor volumen de deuda implica que las familias, especialmente aquellas que han adquirido su vivienda más recientemente —y, con ellas, los bancos que han concedido esos créditos— están más expuestas no solo a un posible aumento en los tipos de interés o una evolución menos positiva de lo esperado de su renta, sino también a un posible descenso del valor de este activo real. Teniendo en cuenta que los bienes inmobiliarios suponen, aproximadamente, un 70% de la riqueza total de los hogares españoles y son utilizados como garantía de préstamos que suponen en torno a un 40% del crédito total concedido por las entidades españolas, el análisis del precio de la vivienda cobra una especial relevancia para la valoración de la situación económica en nuestro país.

El gráfico adjunto muestra la evolución reciente de los precios de la vivienda, deflactados por el IPC, tanto en España como en una muestra de países desarrollados. Dos hechos destacan especialmente en este gráfico. En primer lugar, la existencia, en general, de una tendencia creciente a largo plazo en el precio relativo de la vivienda, cuya intensidad varía entre los distintos países. En segundo lugar, la presencia de fluctuaciones importantes en el corto y el medio plazo.

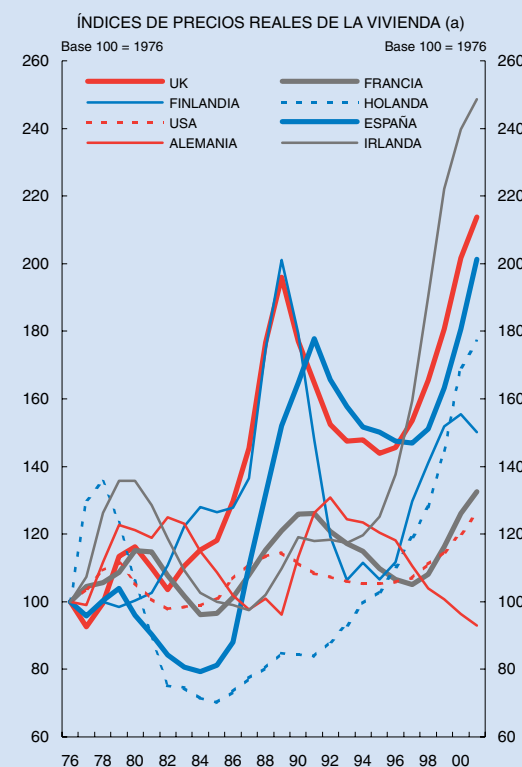
Detrás de la tendencia a largo plazo de los precios en los distintos países se encuentran, probablemente, factores como la elevada elasticidad renta de los bienes inmobiliarios, el aumento de la calidad de las viviendas, los patrones demográficos o la existencia de un volumen limitado de suelo disponible. Por su parte, las fluctuaciones a corto y medio plazo son el resultado de características propias del mercado de la vivienda, como son el ajuste lento de la oferta, la existencia de importantes costes de transacción y los potenciales efectos de autoalimentación de las variaciones en el precio. Así, los incrementos en el precio de los inmuebles generan un efecto riqueza que estimula la inversión en activos reales. Además, propician expectativas de nuevos aumentos futuros que alimentan la demanda de vivienda por motivos especulativos.

En el caso español, el aumento del precio relativo de la vivienda ha sido, como se observa en el gráfico, muy intenso, especialmente en los últimos años. El singular descenso de los tipos de interés, como consecuencia de la convergencia hacia la UEM, el crecimiento de la renta, la elevada preferencia relativa por la vivienda en propiedad —favorecida por su tratamiento fiscal— y por la inversión en activos tangibles, la rígida regulación del mercado del suelo, el aumento de la población en edad de formar hogar y de la emigración y el peso relativo del turismo residencial son elementos que ayudan a explicar este aumento. No obstante, no se puede descartar que estos factores —de carácter estructural— puedan resultar insuficientes para justificarlo en su totalidad, lo que podría conllevar el riesgo de una posible corrección futura. De hecho, tras la etapa de fuerte crecimiento de los precios de la vivienda en nuestro país entre 1984 y 1991, se produjo una caída, en términos reales, de los mismos de un 15% en los tres años siguientes (más un 3% adicional hasta 1997), aunque, en términos nominales, los precios disminuyeron solo durante los dos primeros años (un 1,7%).

Ahora bien, el período actual de fuerte crecimiento del precio de la vivienda presenta algunas características diferentes del anterior, aunque ambos coinciden con fases de vigorosa expansión del PIB. Así, la etapa de la segunda mitad de los ochenta fue más intensa y prolongada (ver gráfico): entre 1984 y 1991, los precios relativos medios de la vivienda crecieron un 124 % real acumulado (12% medio anual), mientras que dicho crecimiento ha sido de un 37% en los últimos cuatro años (8% medio anual). Además, aunque, en relación con la renta bruta disponible media por hogar, los precios de la vivienda se situaron, en 2001, un 4% por encima del nivel alcanzado en 1991, los tipos de interés de los préstamos hipotecarios se habían reducido en algo más de 10 puntos porcentuales, al tiempo que su plazo medio de vencimiento tendió a alargarse (véase recuadro V.4). Otras diferencias entre ambos períodos tienen que ver con el mayor volumen de nuevas viviendas construidas en el ciclo actual y con la creciente importancia del mercado de segundas residencias en España, tanto para nacionales como para extranjeros.

Sin embargo, aunque la etapa expansiva actual ha sido, por el momento, menos acentuada y los indicadores de accesibilidad son más favorables, no se puede descartar que un posible repunte de los tipos de interés, habida cuenta del creciente endeudamiento de las familias, o una evolución menos favorable de lo previsto de la renta familiar, puedan terminar poniendo en marcha los mecanismos que lleven a una cierta corrección del precio actual de las viviendas. Hay que señalar, además, que la consolidación de tasas de inflación reducidas tras el ingreso de nuestro país en la UEM hace improbable que un eventual ajuste del precio relativo de la vivienda pueda tener lugar, como ocurrió en el pasado, sin una variación significativa de su precio nominal.

## Comparación internacional



Fuentes: BIS, Ministerio de Fomento, Tecnigran y Banco de España.  
(a) Deflactados con los IPC correspondientes.

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

% PIB

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>1. Renta bruta disponible</b>	<b>99,6</b>	<b>99,5</b>	<b>99,3</b>	<b>99,0</b>	<b>98,9</b>	<b>98,8</b>
Administraciones Públicas	16,7	18,0	18,7	20,3	20,9	21,3
Instituciones financieras	2,0	1,7	1,7	1,4	2,0	2,5
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	81,0	79,8	78,9	77,4	75,9	75,0
<i>Hogares e ISFLSH</i>	<i>69,1</i>	<i>68,1</i>	<i>67,2</i>	<i>66,1</i>	<i>64,8</i>	<i>64,4</i>
<i>Sociedades no financieras</i>	<i>11,8</i>	<i>11,7</i>	<i>11,7</i>	<i>11,3</i>	<i>11,1</i>	<i>10,6</i>
<b>2. Consumo</b>	<b>77,6</b>	<b>76,9</b>	<b>76,7</b>	<b>76,8</b>	<b>76,6</b>	<b>76,0</b>
Administraciones Públicas	17,9	17,5	17,5	17,4	17,4	17,3
Hogares e ISFLSH	59,6	59,3	59,3	59,4	59,2	58,7
<b>3. Ahorro nacional bruto (1 – 2)</b>	<b>22,1</b>	<b>22,6</b>	<b>22,6</b>	<b>22,2</b>	<b>22,3</b>	<b>22,7</b>
Administraciones Públicas	-1,2	0,4	1,2	2,9	3,5	4,0
Instituciones financieras (a)	1,6	1,3	1,5	1,0	1,4	1,8
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	21,7	20,8	19,9	18,4	17,3	16,9
<i>Hogares e ISFLSH (a)</i>	<i>9,9</i>	<i>9,1</i>	<i>8,2</i>	<i>7,1</i>	<i>6,2</i>	<i>6,3</i>
<i>Sociedades no financieras (a)</i>	<i>11,8</i>	<i>11,7</i>	<i>11,7</i>	<i>11,3</i>	<i>11,1</i>	<i>10,6</i>
<b>4. Formación bruta de capital (b)</b>	<b>20,8</b>	<b>21,0</b>	<b>22,1</b>	<b>23,3</b>	<b>24,8</b>	<b>24,6</b>
Administraciones Públicas	3,7	3,6	3,8	3,9	3,9	4,0
Instituciones financieras	0,6	0,6	0,5	0,5	0,7	0,6
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	16,6	16,8	17,9	18,9	20,2	20,0
<i>Hogares e ISFLSH</i>	<i>4,9</i>	<i>4,8</i>	<i>5,2</i>	<i>5,5</i>	<i>5,9</i>	<i>6,0</i>
<i>Sociedades no financieras</i>	<i>11,7</i>	<i>12,0</i>	<i>12,7</i>	<i>13,4</i>	<i>14,3</i>	<i>14,0</i>
<b>5. Capacidad (+) o necesidad (–) de financiación de la nación (3 – 4)</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,9</b>
Administraciones Públicas	-4,9	-3,2	-2,6	-1,1	-0,3	0,0
Instituciones financieras	1,0	0,7	1,0	0,5	0,7	1,2
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	5,1	4,0	2,1	-0,5	-2,8	-3,1
<i>Hogares e ISFLSH</i>	<i>5,0</i>	<i>4,3</i>	<i>3,0</i>	<i>1,6</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>
<i>Sociedades no financieras</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,3</i>	<i>-1,0</i>	<i>-2,1</i>	<i>-3,1</i>	<i>-3,4</i>
<b>6. Operaciones financieras netas (7 – 8)</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,9</b>
Administraciones Públicas	-4,9	-3,2	-2,6	-1,1	-0,3	0,0
Instituciones financieras	1,0	0,7	1,0	0,5	0,7	1,2
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	5,1	4,0	2,1	-0,5	-2,8	-3,1
<i>Hogares e ISFLSH</i>	<i>5,2</i>	<i>4,5</i>	<i>3,3</i>	<i>2,0</i>	<i>0,9</i>	<i>1,3</i>
<i>Sociedades no financieras</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,5</i>	<i>-1,2</i>	<i>-2,5</i>	<i>-3,8</i>	<i>-4,4</i>
<b>7. Operaciones financieras (activos)</b>	<b>43,1</b>	<b>43,2</b>	<b>49,6</b>	<b>51,9</b>	<b>58,5</b>	<b>47,4</b>
Administraciones Públicas	3,7	0,4	1,4	1,8	2,1	-0,2
Instituciones financieras	20,2	21,3	24,4	22,8	19,9	22,0
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	19,2	21,4	23,8	27,4	36,5	25,6
<i>Hogares e ISFLSH</i>	<i>9,1</i>	<i>9,9</i>	<i>9,8</i>	<i>9,6</i>	<i>8,9</i>	<i>7,8</i>
<i>Sociedades no financieras</i>	<i>10,1</i>	<i>11,5</i>	<i>14,0</i>	<i>17,8</i>	<i>27,6</i>	<i>17,7</i>
<b>8. Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>41,9</b>	<b>41,6</b>	<b>49,2</b>	<b>53,0</b>	<b>61,0</b>	<b>49,2</b>
Administraciones Públicas	8,6	3,6	4,0	2,8	2,5	-0,1
Instituciones financieras	19,2	20,6	23,5	22,3	19,2	20,7
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	14,1	17,4	21,7	27,9	39,3	28,6
<i>Hogares e ISFLSH</i>	<i>3,9</i>	<i>5,4</i>	<i>6,5</i>	<i>7,6</i>	<i>8,0</i>	<i>6,5</i>
<i>Sociedades no financieras</i>	<i>10,1</i>	<i>12,0</i>	<i>15,3</i>	<i>20,3</i>	<i>31,3</i>	<i>22,1</i>

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Incluye el ajuste por la variación en la participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones, sumando en el ahorro de los hogares y restando en el de las instituciones financieras y sociedades no financieras.

(b) 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).

gasto (y de endeudamiento) de los agentes. En las siguientes secciones se analiza la evolución reciente de los principales flujos financieros de acuerdo con la información que proporcionan las cuentas financieras. La posición patrimonial del sector privado será tratada en el epígrafe V.4.

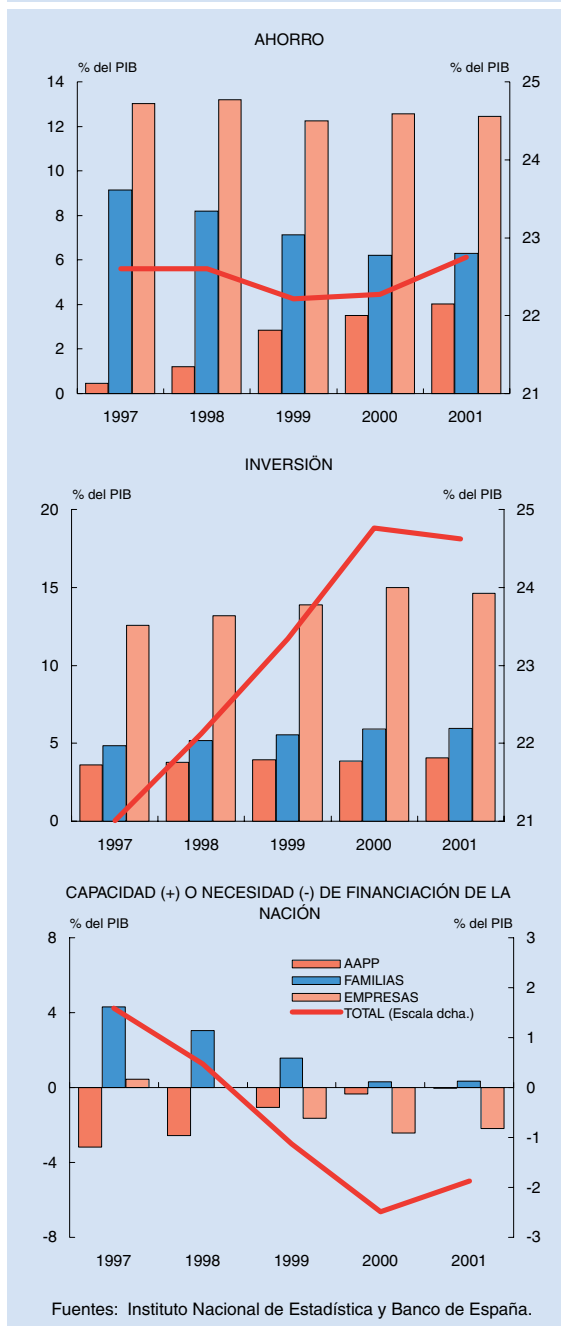
### V.1.3. Los flujos financieros de los hogares y sociedades no financieras

El ahorro financiero neto («operaciones financieras netas», según la terminología del SEC95) de los hogares e instituciones privadas sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH) experimentó, en 2001, una moderada recuperación en términos de PIB, hasta el 1,3% (véase cuadro V.2), rompiendo, así, la tendencia decreciente registrada desde 1995. Esta cifra oculta, sin embargo, un perfil diferente en la primera y la segunda parte del año. Hasta mediados de 2001, la recuperación del ahorro financiero neto de las familias fue relativamente intensa, propiciada por una revisión generalizada a la baja de las expectativas de crecimiento, por la necesidad de recomponer su patrimonio tras el deterioro experimentado por su riqueza financiera en el año 2000 y por la incertidumbre reinante sobre la evolución previsible de su renta disponible.

Sin embargo, durante la segunda mitad del año, la recuperación del ahorro financiero neto en términos de PIB se detuvo, a pesar de que no se produjeron cambios significativos en las expectativas de crecimiento y de que la incertidumbre aumentó tras los atentados del 11 de septiembre —que acentuaron, además, la caída de las cotizaciones bursátiles—. Un factor que podría ayudar a entender este comportamiento del ahorro es la reducción progresiva de los tipos de interés del crédito a lo largo del año, en un contexto en el que la inversión en activos reales ha continuado ofreciendo una alta rentabilidad relativa, como consecuencia del prolongado crecimiento del precio de la vivienda (véanse gráfico V.3 y recuadro V.1). De hecho, los préstamos para adquisición de vivienda aumentaron, en 2001, un 16,5%, en tasa interanual. Sin embargo, la relativa pujanza del consumo privado, que terminó avanzando por encima del PIB en la parte final del año, sugiere la presencia de otros factores adicionales, entre los que figuran, posiblemente, las implicaciones de la proximidad de la puesta en circulación de los billetes y monedas denominados en euros.

GRÁFICO V.1

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



Por componentes, la adquisición de activos financieros en términos de PIB mantuvo la tendencia de suave descenso que había venido mostrando desde 1998 (véase gráfico V.2). Paralelamente, se observó una recomposición de las carteras de los hogares en favor de los activos más líquidos y de menor riesgo. Así, los medios de pago experimentaron una pequeña aceleración (véase cuadro V.3), a pesar de la importante disminución de las tenencias de efectivo propiciada por la cercanía del canje de



## Operaciones financieras netas y flujos intersectoriales

% PIB

	OPERACIONES FINANCIERAS NETAS					
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>Economía nacional</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,9</b>
<b>Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH</b>	<b>5,1</b>	<b>4,0</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,1</b>
Sociedades no financieras	-0,1	-0,5	-1,2	-2,5	-3,8	-4,4
Hogares e ISFLSH	5,2	4,5	3,3	2,0	0,9	1,3
<b>Instituciones financieras</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-4,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>
	FLUJOS INTERSECTORIALES (a)					
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>Hogares e ISFLSH</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>	<b>3,3</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>
Frente a:						
Instituciones de crédito (b)	-2,7	-6,7	-4,4	0,2	-0,1	-1,5
Inversores institucionales (c)	8,8	10,8	7,5	0,8	0,4	4,2
<b>Sociedades no financieras</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,4</b>
Frente a:						
Instituciones de crédito (b)	-0,3	-3,2	-4,3	-3,8	-6,7	-3,8
Resto del mundo	0,4	1,7	0,9	-0,8	1,7	-1,9
<b>Administraciones Públicas</b>	<b>-4,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>
Frente a:						
Instituciones de crédito (b)	-0,4	1,4	1,4	1,4	2,2	-2,5
Inversores institucionales (c)	-5,9	-3,9	-2,6	1,7	3,9	2,6
Resto del mundo	-0,2	-2,0	-1,1	-4,4	-6,0	-1,7
<b>Resto del mundo</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>
Frente a:						
Instituciones de crédito (b)	0,9	2,8	7,1	2,0	5,2	3,9
Inversores institucionales (c)	-0,9	-2,5	-6,3	-3,6	-5,7	-4,7
Sociedades no financieras	-0,4	-1,7	-0,9	0,8	-1,7	1,9
Administraciones Públicas	0,2	2,0	1,1	4,4	6,0	1,7

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.

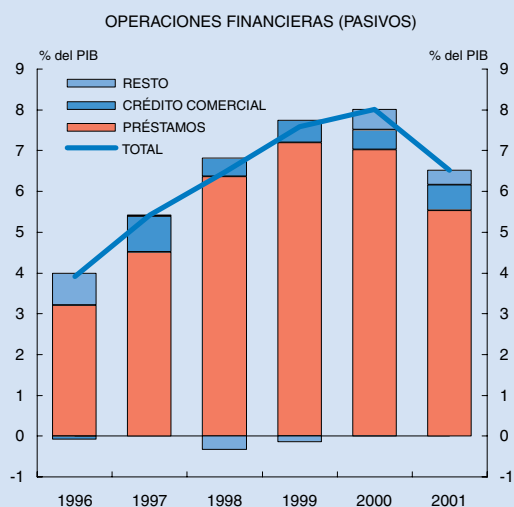
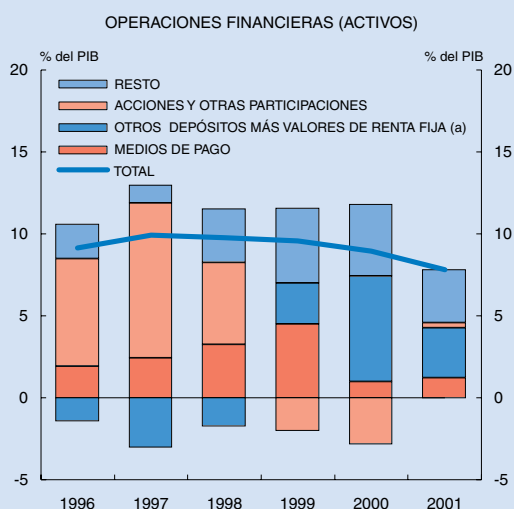
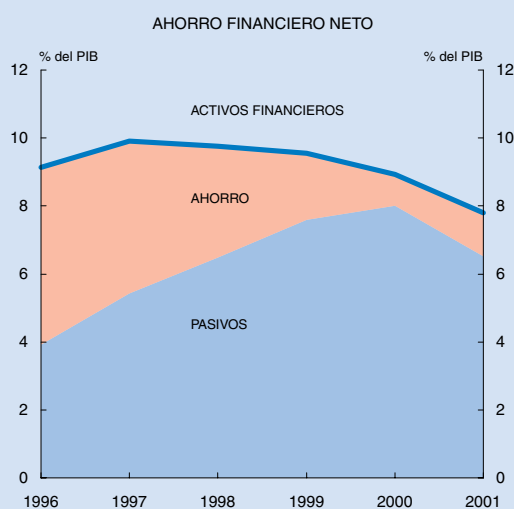
pesetas por euros. Los depósitos a plazo, aunque siguieron atrayendo una parte importante del ahorro de las familias, se incrementaron en menor medida que el año anterior, probablemente afectados por la mayor demanda de participaciones en fondos de inversión del mercado monetario, que, como consecuencia de la mejora de su tratamiento fiscal en 2000, avanzaron notablemente durante el año 2001. Las suscripciones netas de fondos de renta fija iniciaron también una recuperación durante el pasado año, si bien con una intensidad más moderada que los FIAMM. En cambio, los partícipes en fondos de inversión de renta variable e internacionales realizaron reembolsos por una cuantía elevada. Por último, las aportaciones a planes de pensiones y segu-

ros, aunque aumentaron menos que en los dos años precedentes, continuaron creciendo a un ritmo elevado. Por el lado del pasivo, la nueva financiación obtenida por el sector de hogares e ISFLSH experimentó una ligera reducción durante el año 2001 en términos del PIB (véanse gráfico V.2 y cuadro V.3), debido a la desaceleración del crédito bancario, que representa la principal fuente de recursos financieros para las familias.

Por lo que respecta a las sociedades no financieras, el saldo neto de sus operaciones financieras —que refleja la brecha entre la formación bruta de capital y el ahorro bruto del sector— continuó reduciéndose en el año 2001, hasta situarse en

GRÁFICO V.2

## Operaciones financieras de los hogares e ISFLSH

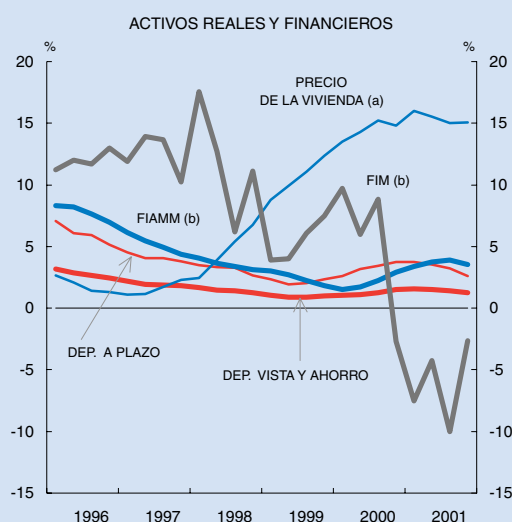


Fuente: Banco de España.

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

GRÁFICO V.3

## Evolución de distintas rentabilidades



Fuente: Banco de España.

(a) Crecimiento interanual.

(b) Rentabilidad acumulada en doce meses.

el -4,4% del PIB (véase cuadro V.2), a pesar de la atonía de la inversión productiva privada. Como ya se ha comentado en el capítulo anterior, ello se debió a la menor generación de recursos internos.

Si se considera no solo la formación bruta de capital, sino también la inversión financiera en el exterior de carácter permanente (aproximada por su cartera de renta variable), la brecha entre el conjunto de estas inversiones y el ahorro bruto de las empresas no financieras —*gap de financiación*— registró una notable reducción el pasado año, debido, fundamentalmente, a la moderación del proceso de expansión internacional de las empresas españolas (véase gráfico V.4). A pesar de ello, dicha brecha se mantuvo en valores elevados (en torno al 8% del PIB), por encima de la pauta observada en los años anteriores al período 1999-2000, en el que se concentraron importantes inversiones en el exterior de algunas grandes empresas españolas. A ello ha contribuido, probablemente, el creciente peso relativo de los flujos financieros desde las matrices españolas hacia sus filiales no residentes.

La desaceleración de la inversión en el exterior condujo a una menor adquisición neta de activos financieros por parte de las sociedades no financieras (véanse cuadro V.3 y gráfico V.4). Asimismo, se redujo la adquisición de participaciones en empresas nacionales, mientras que la inversión neta en el res-

**Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH**  
**Operaciones financieras**

% PIB

	Sociedades no financieras			Hogares e ISFLSH		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
<b>Ahorro financiero neto</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,4</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>17,8</b>	<b>27,6</b>	<b>17,7</b>	<b>9,6</b>	<b>8,9</b>	<b>7,8</b>
Medios de pago	0,7	0,9	1,6	4,5	1,0	1,2
Otros depósitos (a)	-1,4	1,0	0,5	2,1	6,1	3,4
Valores distintos de acciones	1,1	0,4	0,2	0,5	0,4	-0,3
Acciones y otras participaciones	8,2	14,1	4,2	-2,0	-2,9	0,3
Del cual:						
Participaciones en fondos de inversión	0,2	-0,3	0,0	-2,2	-3,4	0,8
Resto del mundo	6,5	10,9	3,7	0,4	-0,4	-0,1
Reservas técnicas de seguro	0,3	0,3	0,3	3,3	3,4	2,8
Créditos y otros	9,0	10,8	10,9	1,2	1,0	0,4
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>20,3</b>	<b>31,3</b>	<b>22,1</b>	<b>7,6</b>	<b>8,0</b>	<b>6,5</b>
Valores distintos de acciones	0,4	-0,5	0,0			
Acciones y otras participaciones	5,1	12,3	3,9			
Prestamos	8,4	11,2	10,6	7,2	7,0	5,5
Del cual:						
Instituciones de crédito	4,8	6,7	6,1	6,5	6,8	5,0
Resto del mundo	3,0	3,5	3,6	0,0	0,0	0,0
Crédito comercial	6,2	8,2	7,7	0,5	0,5	0,6
Reservas técnicas de seguro y otros	0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,5	0,4

Fuente: Banco de España.

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

to de activos financieros registró, en conjunto, una escasa variación.

A pesar del menor dinamismo de la inversión real y financiera de las empresas, su financiación continuó exigiendo un importante volumen de fondos (véanse cuadro V.3 y gráfico V.4). Así, aunque el incremento de pasivos en 2001 fue, en términos de PIB, inferior al registrado el año anterior, se situó por encima de los observados a lo largo de toda la década de los noventa. La desaceleración de los recursos internos, junto con el mantenimiento de la inversión financiera de carácter más permanente en niveles elevados, son los factores principales que han determinado este comportamiento. En el recuadro V.2 se analizan con mayor detalle los cambios más importantes en los flujos de inversión y financiación de las empresas no financieras durante los últimos años.

En comparación con el año anterior, la menor acumulación de pasivos en 2001 se materializó, fundamentalmente, en una menor emisión de acciones y participaciones, que, no obstante, alcanzó un im-

porte significativo, como se comenta más detalladamente en la sección V.2. Por el contrario, los fondos obtenidos de las entidades de crédito residentes, de los préstamos exteriores y a través de la emisión de valores de renta fija experimentaron solo una ligera reducción en términos de PIB (véase cuadro V.3). Esta fue algo más marcada en el caso de la financiación procedente de entidades de crédito residentes y dirigida a los sectores empresariales que, en el año 2000, habían acudido con más intensidad a la financiación bancaria: la construcción y los servicios.

#### **V.1.4. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas**

El saldo neto de las operaciones financieras de las AAPP fue, en el año 2001, nulo, alcanzándose con ello el equilibrio presupuestario, un hito histórico en el comportamiento de las AAPP (véanse gráfico V.5 y recuadro I.4). Este equilibrio fue el resultado de la combinación de un superávit por parte de la Seguridad Social y de un moderado déficit de

la Administración Central y de las Administraciones Territoriales.

En consonancia con el avance de la consolidación fiscal, la emisión de valores negociables mantuvo la trayectoria descendente de los últimos años. Así, las emisiones netas de valores a corto plazo continuaron siendo negativas, mientras que las de valores a largo plazo, aunque positivas, siguieron reduciéndose. Como resultado, la participación de la deuda a largo plazo en el conjunto de pasivos de las AAPP se incrementó tres puntos porcentuales en el último año (situándose en el 88% a finales de 2001) y la vida media de la deuda del Estado aumentó hasta casi alcanzar los 6 años. Es, asimismo, importante destacar que la disciplina presupuestaria de las AAPP se vio recompensada, en el mes de diciembre, con la elevación, por parte de la agencia Moody's, de la calificación crediticia de la deuda pública española a la de máxima solvencia. Este hecho está teniendo una incidencia positiva sobre el coste de financiación de las AAPP, al haberse consolidado una reducción de alrededor de 10 puntos básicos del diferencial entre la rentabilidad de los bonos españoles y la del *bund* alemán.

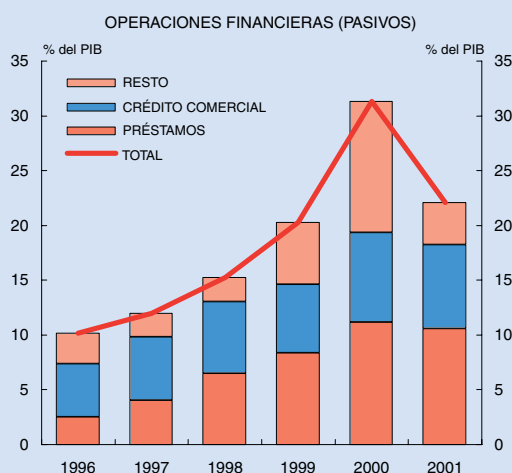
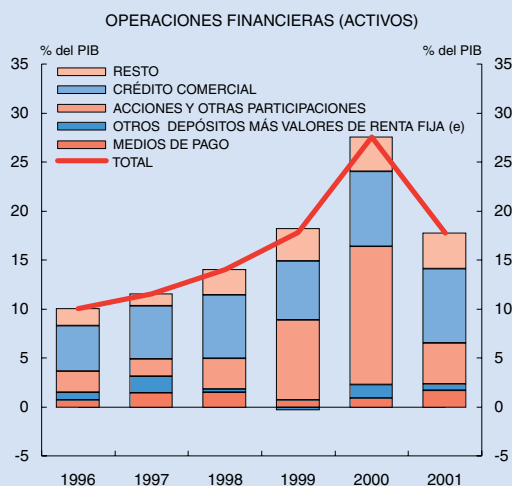
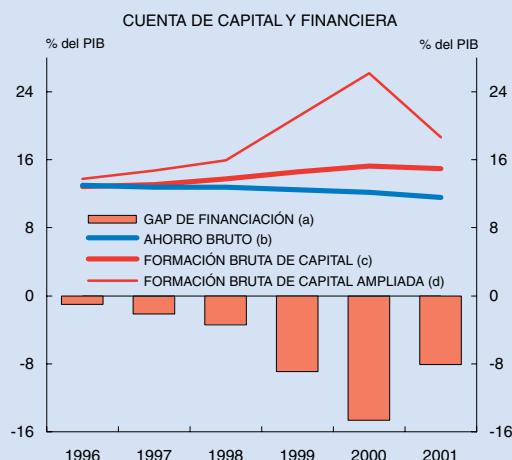
Al analizar la procedencia sectorial de los fondos que obtuvieron las AAPP en el año 2001 destaca el avance de la financiación neta recibida de las instituciones de crédito. Por el contrario, han perdido peso relativo los flujos netos provenientes del resto del mundo —aunque continuaron siendo positivos— y las tenencias de los inversores institucionales residentes (fondos de inversión, empresas de seguro y fondos de pensiones), que siguieron realizando desinversiones netas en activos públicos, en un contexto de creciente internacionalización de sus carteras de deuda. Es importante resaltar, también, el inicio, en febrero, de las subastas mensuales de liquidez del Tesoro, a través de las cuales el Estado cede diariamente a las entidades de crédito la mayor parte de sus saldos líquidos, que anteriormente se mantenían en su totalidad en el Banco de España.

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

El saldo de las operaciones financieras de la economía española con el resto del mundo alcanzó el -1,9% del PIB en el año 2001, lo que representa unas necesidades financieras inferiores a las del año

GRÁFICO V.4

#### Operaciones financieras de las sociedades no financieras



Fuente: Banco de España.

- (a) Recursos financieros que cubren la brecha entre la inversión real y financiera permanente y el ahorro bruto.
- (b) Incluye las transferencias de capital.
- (c) Incluye, además de la FBK, la variación de existencias.
- (d) Calculada incorporando la renta variable en el exterior.
- (e) No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

## Operaciones financieras de la nación

% PIB

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>Operaciones financieras netas</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,9</b>
<b>Operaciones financieras (activos)</b>	<b>6,5</b>	<b>9,6</b>	<b>12,3</b>	<b>14,8</b>	<b>24,5</b>	<b>10,9</b>
<b>Oro y DEG</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Efectivo y depósitos</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>3,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>-2,6</b>
Sistema crediticio	0,0	-1,5	0,0	3,7	2,5	-2,8
Otros sectores residentes	1,3	2,7	3,2	-2,0	0,4	0,1
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,8</b>	<b>7,1</b>
Sistema crediticio	2,8	1,9	-1,4	-0,9	-0,3	2,0
Otros sectores residentes	0,5	1,6	4,7	3,7	4,1	5,1
<b>Acciones y otras participaciones</b>	<b>1,0</b>	<b>2,9</b>	<b>4,3</b>	<b>9,8</b>	<b>15,1</b>	<b>3,7</b>
Sistema crediticio	0,0	0,5	0,4	0,7	1,7	-0,1
Otros sectores residentes	1,0	2,4	3,9	9,0	13,4	3,8
Del cual:						
<i>Sociedades no financieras</i>	<i>0,9</i>	<i>1,7</i>	<i>2,2</i>	<i>6,5</i>	<i>10,9</i>	<i>3,7</i>
<b>Créditos</b>	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>
Sistema crediticio	0,0	0,8	0,2	-0,2	0,5	0,8
Otros sectores residentes	0,9	1,1	1,2	0,9	2,2	1,9
<b>Operaciones financieras (pasivos)</b>	<b>5,3</b>	<b>8,0</b>	<b>11,8</b>	<b>15,9</b>	<b>27,0</b>	<b>12,7</b>
<b>Depósitos</b>	<b>3,4</b>	<b>4,4</b>	<b>5,9</b>	<b>4,1</b>	<b>6,7</b>	<b>2,8</b>
Del cual:						
Sistema crediticio	3,4	4,4	5,9	4,1	6,8	2,8
<b>Valores distintos de acciones</b>	<b>0,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,0</b>	<b>5,4</b>	<b>7,0</b>	<b>3,1</b>
Sistema crediticio	0,1	0,2	0,2	0,9	0,8	0,6
Administraciones Públicas	0,4	2,1	1,0	4,3	5,7	1,6
Otros sectores residentes	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,5	0,9
<b>Acciones y otras participaciones</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>9,1</b>	<b>3,5</b>
Sistema crediticio	0,1	-0,2	0,1	0,3	1,7	0,5
Otros sectores residentes	0,9	1,2	2,8	3,6	7,4	3,0
<b>Créditos</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>
Administraciones Públicas	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Otros sectores residentes	1,0	1,2	2,1	3,7	4,4	4,3
<b>Otros neto (a)</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,1</b>

Fuente: Banco de España.

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

anterior (véase cuadro V.4). Se produjo, asimismo, una reducción simultánea del volumen de operaciones financieras activas y pasivas con no residentes, si bien se mantuvieron en niveles todavía elevados. Entre los motivos de esta disminución de la actividad financiera con el exterior destaca la mayor incertidumbre sobre las perspectivas de las principales economías mundiales, así como sobre algunas economías emergentes, que perfilaron un panorama poco favorable para el crecimiento de los flujos internacionales de capitales. El conflicto bélico que siguió a los atenta-

dos del 11 de septiembre y la crisis económica y política en Argentina contribuyeron a agravar este panorama incierto. La economía española, con un grado de integración creciente en el contexto de la economía mundial, se vio lógicamente afectada por este tipo de procesos. En todo caso, hay que señalar que, en años anteriores, el volumen de operaciones exteriores vinculadas a compras estratégicas fue excepcional.

La inversión de la economía española en activos financieros exteriores pasó de un 24,4% del PIB, en

# Financiación e inversión de las sociedades no financieras

Durante la última fase expansiva, la inversión productiva privada se incrementó, en nuestro país, a un ritmo que, en promedio, fue inferior al del anterior auge cíclico. En cambio, la inversión directa en el exterior de las sociedades no financieras experimentó un crecimiento intenso, muy por encima de lo que había sido su pauta histórica hasta la primera mitad de la década de los noventa. De este modo, en el período más reciente, una parte importante de la inversión de carácter permanente del sector ha tomado la forma de inversión en el exterior (véase gráfico A).

El rápido crecimiento de la inversión en la segunda mitad de los noventa dio lugar a un aumento significativo de las necesidades financieras de las empresas. Aunque los recursos internos generados mantuvieron, durante estos años, un nivel superior a los del período 1988-91 (véase cuadro adjunto), resultaron insuficientes para financiar el rápido avance de la formación bruta de capital y de la inversión financiera en el exterior, de modo que el sector hubo de recurrir, en mayor medida, a las aportaciones externas procedentes de los mercados e intermediarios financieros (véase gráfico A). La mayor apelación a la financiación ajena en el período más reciente se ha visto propiciada, además, por la reducción en el coste real de los recursos ajenos —deuda con coste explícito—, que dio lugar a un importante descenso de los gastos financieros de las empresas a partir de 1993 (véase el gráfico B). Sin embargo, la estructura de la financiación ajena de las empresas no ha sufrido grandes cambios. Cabe destacar el papel predominante del crédito bancario concedido por las entidades residentes y la creciente importancia de los préstamos exteriores, mientras que la emisión de valores de renta fija continua siendo residual.

Un aumento significativo del nivel de endeudamiento puede, potencialmente al menos, condicionar las decisiones de inversión de las sociedades. Así, en primer lugar, puede incidir sobre el coste de la financiación de las empresas, ya que eleva la prima de riesgo de insolvencia, afectando, así, al coste de (o, incluso, a la posibilidad de acceder a fondos para) acometer nuevos planes de inversión. Asimismo, puede condicionar la velocidad de la recuperación de la formación bruta de capital en un período de cambio cíclico, en la medida que puede llevar a postergar proyectos de inversión con el fin de evitar un nuevo crecimiento del endeudamiento y un mayor deterioro de la situación patrimonial. Por otra parte, una mayor dependencia de la financiación ajena, en general, sitúa a las empresas en una posición más vulnerable, al ser más susceptibles de verse afectadas por la pérdida de confianza de los inversores —ya sean deudores o accionistas—.

En definitiva, una proporción más elevada de financiación externa exige a las sociedades no financieras una mayor eficiencia en la gestión empresarial y la adopción de estrategias que contribuyan a mantener la confianza de los intermediarios e inversores. En este sentido, hay que destacar que, en el período más reciente, también se ha producido una significativa afluencia de fondos estables a través de la emisión de acciones y participaciones, que ha incrementado los recursos propios de las empresas y ha contribuido, de este modo, a reforzar el balance de las sociedades, compensando, en parte, los efectos derivados del mayor nivel de endeudamiento. Así, aunque, en términos de PIB el crecimiento de la emisión de acciones ha sido inferior al de la financiación ajena, el cociente de esta sobre aquellas (i.e., la *ratio* de apalancamiento) se ha reducido moderadamente.

	Porcentaje del PIB		
	Media 1988-1991	Media 1992-1996	Media 1997-2001
<b>1. Recursos</b>	<b>19,6</b>	<b>16,0</b>	<b>24,7</b>
Recursos internos			
(Ahorro bruto)	11,9	12,3	12,3
Otros recursos	7,7	3,7	12,4
Financiación ajena	7,1	1,7	8,1
Crédito de entidades de crédito residentes	5,4	1,3	5,7
Préstamos exteriores	0,8	0,8	2,4
Valores de renta fija	0,9	-0,4	0,0
Acciones	1,4	1,5	4,1
Resto de pasivos	-0,8	0,5	0,2
Crédito comercial	-1,3	-0,2	0,2
Otros	0,6	0,8	0,0
<b>2. Otros activos financieros</b>	<b>3,6</b>	<b>1,6</b>	<b>4,5</b>
<b>3. Recursos externos netos</b>	<b>16,0</b>	<b>14,5</b>	<b>20,2</b>

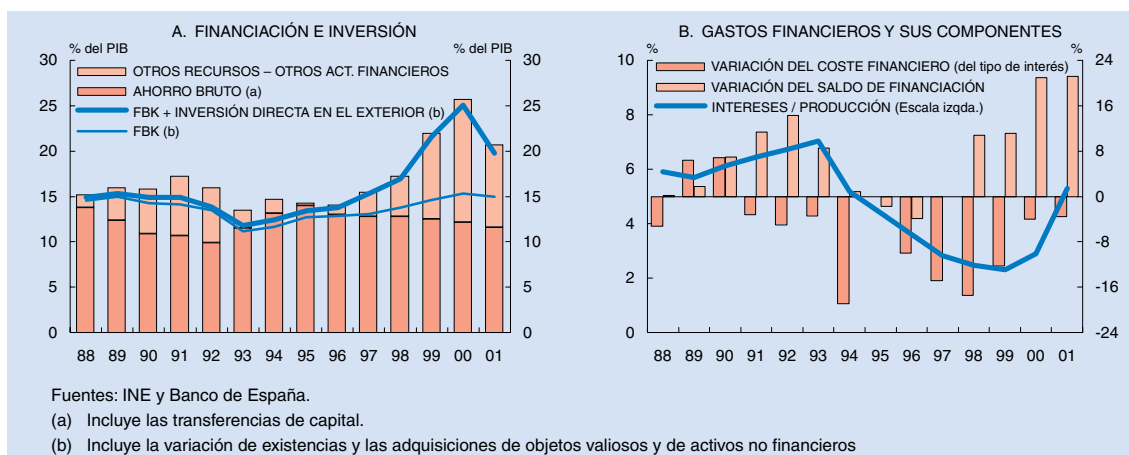
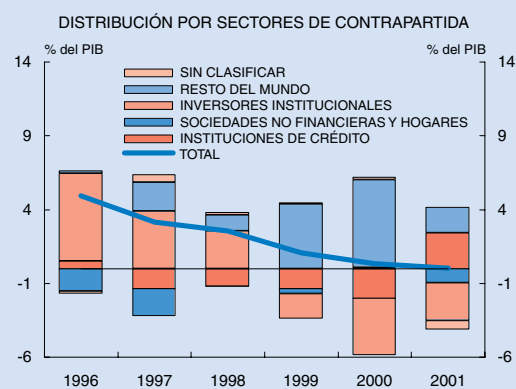
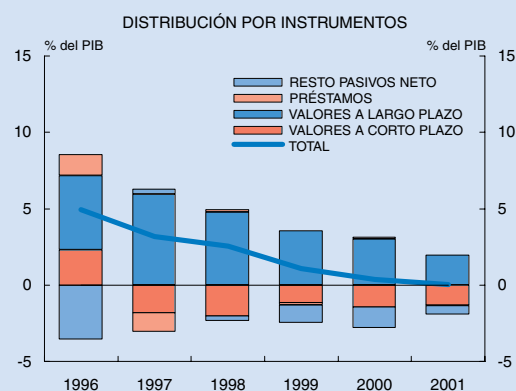
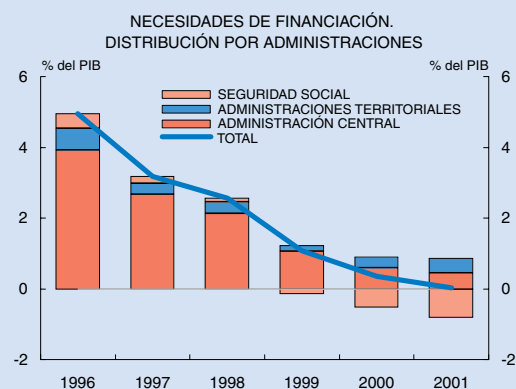
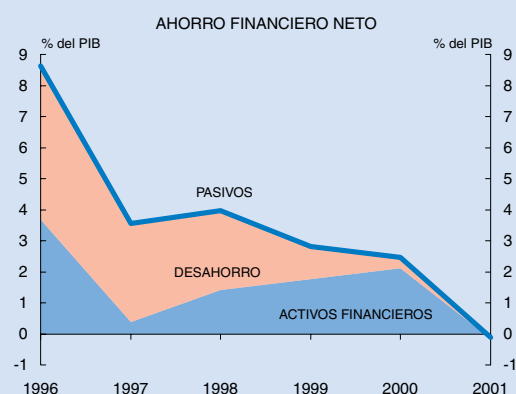


GRÁFICO V.5

### Operaciones financieras de las Administraciones Públicas



Fuente: Banco de España.

el año 2000, al 10,9% del PIB, en 2001, debido, fundamentalmente, a la menor cuantía de las adquisiciones de acciones y participaciones (que se redujeron, en términos de PIB, en algo más de 11 puntos porcentuales). Todos los sectores de la economía española contribuyeron a esta reducción, que fue especialmente intensa en el caso de las empresas, cuya inversión financiera —en términos de PIB— se redujo en algo más de 7 puntos porcentuales. La información disponible sobre la distribución por zonas geográficas de la inversión española en el resto del mundo indica que la Unión Europea concentró, en 2001, la mayor parte de las salidas netas de capital en forma de inversión directa. La financiación a empresas participadas radicadas en el exterior —que se incluye en la rúbrica de *créditos*, en el cuadro V.4— tan solo disminuyó ligeramente con respecto al año 2000. Al mismo tiempo, la inversión en valores distintos de acciones experimentó un importante avance, debido al comportamiento tanto de las entidades de crédito, que mostraron una mayor preferencia por los valores de renta fija que en años anteriores, como de los inversores institucionales.

En el año 2001, los pasivos de la economía española frente al resto del mundo se incrementaron en una cuantía que, en términos de PIB, resultó inferior a los de los dos años precedentes, truncando, así, la tendencia creciente registrada en la segunda mitad de la década de los noventa. Entre los motivos de esta moderación de los flujos procedentes del exterior figura, además de los ya señalados, un fenómeno más específico de la economía española: el significativo descenso del volumen de financiación externa recibida por las entidades de crédito residentes, propiciado por las subastas de liquidez del Tesoro. Estas parecen haber proporcionado a las entidades financieras residentes recursos que antes captaban más allá de nuestras fronteras, de modo que los pasivos de este sector frente al resto del mundo se incrementaron un 2,8% del PIB, frente a un valor medio del 5% del PIB en los cinco años anteriores.

## V.2. LOS MERCADOS FINANCIEROS ESPAÑOLES

La evolución de los mercados financieros españoles en 2001 estuvo marcada, como en la mayoría de las economías desarrolladas, por un intenso desplazamiento de la actividad —tanto en el mercado primario como en el secundario— desde el ámbito de la



## Emisiones y ofertas públicas de valores negociables

Millones de €

	1998	1999	2000	2001
<b>Emisiones netas de residentes (a)</b>	<b>27.966</b>	<b>58.154</b>	<b>47.505</b>	<b>33.393</b>
Renta fija	20.841	48.839	14.965	28.537
<i>Estado</i>	<i>12.364</i>	<i>13.583</i>	<i>10.688</i>	<i>3.856</i>
<i>AATT</i>	<i>1.387</i>	<i>1.662</i>	<i>1.166</i>	<i>759</i>
<i>Entidades de crédito</i>	<i>3.850</i>	<i>24.810</i>	<i>-1.774</i>	<i>12.686</i>
<i>Otras empresas financieras</i>	<i>3.211</i>	<i>5.280</i>	<i>5.689</i>	<i>9.986</i>
<i>Empresas no financieras (b)</i>	<i>29</i>	<i>3.504</i>	<i>-804</i>	<i>1.250</i>
Renta variable	7.125	9.315	32.540	4.856
<i>Entidades de crédito</i>	<i>4.034</i>	<i>812</i>	<i>9.979</i>	<i>2.223</i>
<i>Otras empresas financieras</i>	<i>-46</i>	<i>291</i>	<i>735</i>	<i>323</i>
<i>Empresas no financieras</i>	<i>3.137</i>	<i>8.212</i>	<i>21.826</i>	<i>2.310</i>
<b>Ofertas públicas de venta</b>	<b>11.240</b>	<b>5.042</b>	<b>3.074</b>	<b>3.085</b>
Privatizaciones	10.857	772	0	696
Resto	383	4.270	3.074	2.389
PRO MEMORIA:				
<b>Emisiones netas de filiales en el extranjero</b>	<b>13.089</b>	<b>21.221</b>	<b>32.845</b>	<b>23.234</b>
Instituciones financieras	12.235	11.734	21.695	11.886
Empresas no financieras	854	9.487	11.150	11.348

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.

renta variable al de la renta fija. En un contexto de mayor incertidumbre sobre la evolución económica futura y sobre los resultados empresariales, y de progresivos descensos de los precios de las acciones cotizadas, los inversores se mostraron poco dispuestos a asumir riesgos adicionales, encareciéndose, de este modo, la financiación empresarial canalizada a través de ampliaciones de capital. En contrapartida, los mercados de renta fija satisficieron una proporción mayor de las necesidades de financiación de las sociedades financieras y no financieras españolas. Con todo, el volumen total de fondos canalizado a través de los mercados españoles volvió a descender en 2001, al tiempo que el mantenimiento de elevadas, aunque también decrecientes, emisiones por parte de filiales de empresas españolas en el exterior sigue poniendo de manifiesto los retos a los que se enfrentan los mercados españoles en un contexto de creciente internacionalización y mayor competencia.

### V.2.1. Los mercados primarios

La evolución de la actividad en los mercados primarios españoles en el año 2001 fue muy distinta a

la de 2000. Así, frente a una emisión neta de acciones de 32,5 mm de euros en 2000, el pasado año se emitieron solo 4,9 mm (véase cuadro V.5). Entre las causas que contribuyen a explicar este desarrollo, cabe destacar el impacto de la negativa evolución de las cotizaciones, la mayor incertidumbre económica general y el descenso en el volumen de adquisiciones de sociedades no residentes por parte de las empresas españolas, operaciones estas que, en muchos casos, tienden a financiarse mediante ampliaciones de capital.

El menor volumen de financiación procedente de los mercados de renta variable se vio compensado, parcialmente, por un aumento de la emisión de títulos de deuda, aunque sin llegar a alcanzarse los niveles registrados en 1999. No obstante, se observó un comportamiento muy dispar en la actividad emisora de los distintos sectores.

Las AAPP, como se comentó en la sección V.1, culminaron el proceso de consolidación fiscal, lo que les permitió reducir sus emisiones netas en los mercados de valores. En 2001, estas supusieron menos del 20% del total de emisiones netas de ren-

## Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados

Millones de €

	1998	1999	2000	2001
<b>Mercado de Deuda Pública en anotaciones (a)</b>	<b>13.870.974</b>	<b>13.109.675</b>	<b>13.788.917</b>	<b>16.237.439</b>
Contado (b)	2.242.008	1.817.465	1.585.460	2.041.091
<i>Repo</i> y simultáneas	11.604.279	11.254.309	12.186.364	14.173.002
Plazo (b)	24.687	37.901	17.093	23.346
<b>Mercado AIAF de renta fija (b)</b>	<b>43.120</b>	<b>86.269</b>	<b>99.826</b>	<b>141.509</b>
Pagarés	7.935	25.284	46.425	97.801
Bonos, cédulas y obligaciones	28.761	58.572	52.189	41.488
Bonos matador	6.424	2.413	1.212	2.220
<b>Mercado bursátil de renta fija (b)</b>	<b>53.148</b>	<b>44.718</b>	<b>39.692</b>	<b>56.049</b>
Deuda Estado	603	160	73	50
Deuda AATT	51.791	42.858	38.723	55.105
Resto	754	1.700	896	894
<b>Mercado bursátil de renta variable</b>	<b>261.276</b>	<b>291.975</b>	<b>492.980</b>	<b>445.379</b>
<b>Mercados MEFF de derivados (c)</b>	<b>2.668.336</b>	<b>966.975</b>	<b>678.406</b>	<b>499.951</b>
Renta fija	2.111.985	378.065	109.785	29.050
<i>Corto plazo</i>	1.125.442	20.262	335	0
<i>Medio y largo plazo</i>	986.543	357.803	109.450	29.050
Renta variable	556.351	588.910	568.621	470.901
<i>Ibex 35</i>	549.329	574.109	536.416	435.384
<i>Opciones individuales</i>	7.022	14.801	32.205	35.517

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.

ta fija de residentes, pese a lo cual representan, todavía, un 74% del saldo vivo total.

En el sector privado, por el contrario, las empresas con una calificación crediticia elevada aprovecharon los reducidos niveles de tipos de interés para aumentar significativamente su financiación en los mercados primarios de renta fija, especialmente mediante la emisión de títulos a largo plazo. Así, un 43% de las emisiones netas totales y un 60% de las de títulos a largo plazo tuvieron lugar en el último trimestre del año, cuando los tipos de interés alcanzaron, posiblemente, los niveles más bajos del presente ciclo. No obstante, estas emisiones correspondieron, mayoritariamente, a instituciones financieras, ya que la emisión neta de deuda a largo plazo de las sociedades no financieras fue negativa, y de solo 1,3 mm de euros, en el caso de la deuda a corto plazo.

Las grandes empresas continuaron emitiendo un volumen elevado de títulos en los mercados inter-

nacionales a través de sus filiales en el exterior, reflejo, posiblemente, de las mayores dificultades o costes relativos que conlleva la emisión en el mercado español. Pero esto afectó solo a siete emisores, por lo que el resto de empresas no financieras españolas parecen seguir dependiendo de manera casi exclusiva de la financiación intermediada. Entre las instituciones financieras, las cajas de ahorros, más expansivas que los bancos en la concesión de créditos, se mostraron especialmente activas en la emisión de títulos de renta fija a largo plazo, así como en la titulización de activos, principalmente hipotecarios. La emisión neta de bonos y pagarés de titulización casi duplicó, en 2001, los volúmenes alcanzados en los dos años anteriores, de manera que estos títulos canalizan fondos equivalentes a un 4% del crédito total concedido por las entidades españolas y a un 24% del saldo vivo total de títulos de renta fija privada. La titulización, pues, está contribuyendo de modo notorio al crecimiento de los mercados de renta fija privada en España, cuyo nivel de desarrollo, sin embargo, es todavía limitado.

### V.2.2. La actividad en los mercados secundarios

La actividad en los mercados secundarios en el año 2001 (véase cuadro V.6) se vio condicionada por los mismos factores que afectaron a la de los mercados primarios. El volumen de negociación de acciones en las bolsas españolas descendió un 9,7%, mientras que creció fuertemente la negociación de deuda pública (un 18%, en la Central de Anotaciones, y un 42%, en las bolsas) y de títulos de renta fija privada (42%, en AIAF).

El descenso en la negociación de acciones se situó en línea con el observado en otros mercados internacionales, pero contrasta con el marcado crecimiento del año anterior (69%). Esta diferencia se explica, además de por los factores ya comentados, por la fuerte corrección de las cotizaciones de los valores tecnológicos en la primera mitad de 2000. En este sentido, el Nuevo Mercado, en el que cotizan las empresas asociadas a sectores de nuevas tecnologías, mostró una reducción del volumen negociado del 56%, que, por sí sola, explica dos tercios del descenso total. Por el contrario, la negociación en el segmento Latibex creció un 43%, sin dejar por ello de ser meramente residual (menos del 0,02% de la negociación total, a pesar del aumento en el número de empresas cotizadas y en la capitalización). A lo largo del primer trimestre de 2002 se ha mantenido la misma pauta del año anterior, con un retroceso del 3,6% de la negociación en las bolsas españolas.

Por su parte, el volumen negociado en el mercado español de deuda anotada creció significativamente en el año 2001, como ya se ha señalado, siendo destacable que, a diferencia del año anterior, el aumento se produjo en todas las operaciones y no solo en las adquisiciones temporales de deuda. Uno de los factores que han podido influir en este aumento en la negociación (además del desplazamiento de los inversores desde los activos de renta variable a los de renta fija) es el inicio de las subastas de liquidez del Tesoro español, ya que las entidades financieras que quieren acceder a dicha liquidez deben garantizar su devolución mediante la cesión temporal de títulos de deuda pública. En todo caso, hay que mencionar que, en los primeros meses de 2002 se han registrado retrocesos (en tasas interanuales) en la negociación de estos instrumentos.

En lo que se refiere al mercado AIAF, de renta fija privada, el volumen negociado alcanzó un nuevo

máximo, con un aumento del 42% con respecto al año anterior. El crecimiento fue aún mayor en el último trimestre del año 2001 (102%) y se ha prolongado en el primer trimestre del año en curso (149%), resultado, fundamentalmente, del crecimiento de la negociación de pagarés de empresa.

Los mercados de derivados españoles, por su parte, siguieron siendo los más perjudicados por la competencia internacional. En conjunto, el volumen negociado en MEFF se redujo un 28% con respecto al año anterior, siendo la negociación de contratos sobre tipos de interés prácticamente insignificante. Las opciones sobre acciones individuales, debido a su más reciente aparición, son el único instrumento para el que se registraron tasas de crecimiento interanuales positivas en el conjunto del año.

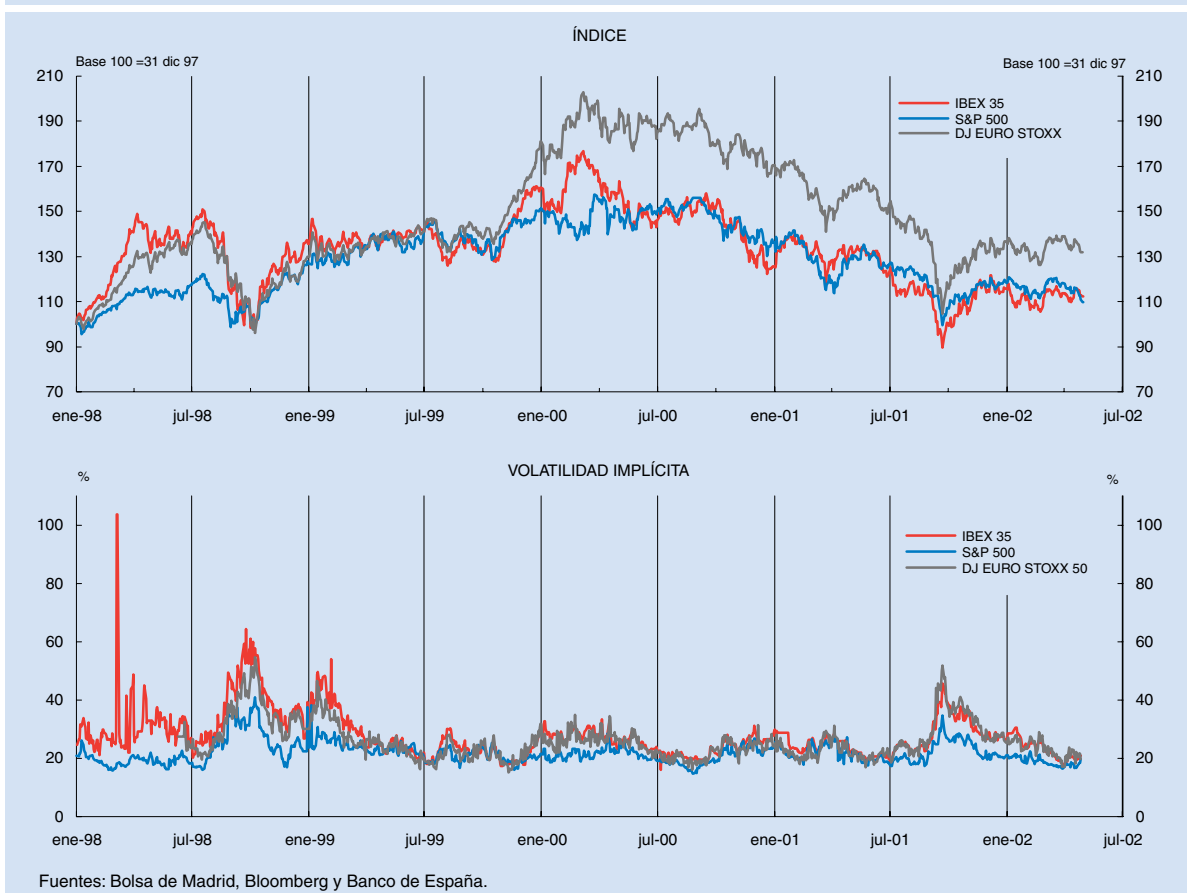
Por otra parte, en 2001 continuó el proceso de internacionalización e integración de los mercados financieros nacionales. Las sociedades gestoras de los mercados españoles siguieron desarrollando nuevos enlaces con mercados internacionales, a la vez que se profundizó en la integración de la industria doméstica. A este respecto, en febrero de 2002 se produjo la constitución de la sociedad «Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros SA», que aglutina a todos los sistemas de cotización, contratación, compensación y liquidación existentes en España. La génesis y estructura de esta sociedad se explican en el recuadro V.3.

En relación con el papel de los inversores no residentes, estos continuaron desinvirtiendo, en términos netos, en las bolsas españolas, por una cuantía algo superior a la del año anterior. No obstante, en términos de actividad, siguieron protagonizando algo más de la mitad (54%) del volumen total negociado. En el mercado de deuda pública anotada del Estado, la cartera a vencimiento de los inversores no residentes volvió a crecer en el año 2001, pasando de representar un 36% del saldo vivo total a finales de 2000, a un 40% doce meses después.

### V.2.3. Los precios negociados en los mercados secundarios

Las cotizaciones bursátiles en los mercados españoles y en los principales mercados internacionales continuaron mostrando una tendencia descendente durante prácticamente todo el año 2001

## Índices bursátiles

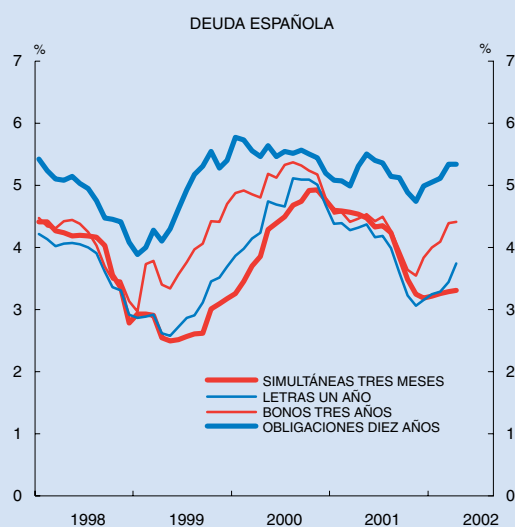
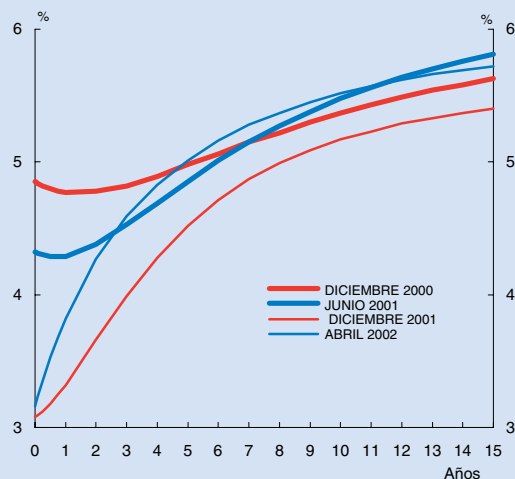
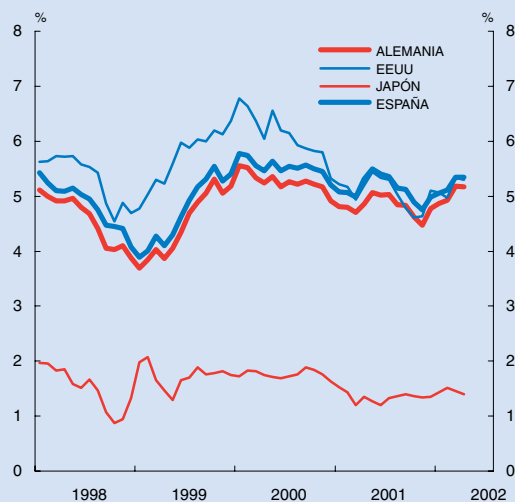


(véase gráfico V.6). A las consecuencias negativas del final de la euforia inversora con respecto a los valores relacionados con las nuevas tecnologías, se unió el empeoramiento, a lo largo del año, de las perspectivas económicas mundiales, agudizado tras los atentados del 11 de septiembre en Estados Unidos. El Ibex 35 alcanzó su nivel mínimo el 21 de septiembre, acumulando una caída del 28,7% desde finales de 2000, y las volatilidades implícitas en las opciones sobre este índice se incrementaron hasta niveles similares a los observados durante la crisis de otoño de 1998 (véase gráfico V.6). Posteriormente, sin embargo, los precios de las acciones cotizadas se recuperaron, ayudados por una cierta moderación de la incertidumbre política internacional y por la aparición de los primeros síntomas de una posible recuperación de la economía mundial a lo largo de 2002. En los últimos meses del año 2001 y primeros del actual volvieron a pesar, no obstante, las noticias negativas sobre los resultados de muchas empresas, las quiebras de sociedades (algunas de ellas particularmente notorias), la incertidumbre política en Oriente Medio y, en el caso es-

pañol, el impacto de la crisis argentina sobre los resultados de algunas empresas nacionales.

En el conjunto del ejercicio, y por segundo año consecutivo, tanto el Ibex 35 como el Índice general de la Bolsa de Madrid registraron descensos del 7,8% y del 6,4%, respectivamente. No obstante, estos fueron inferiores a los del año anterior y a los observados en otros mercados internacionales como el S&P 500 de las bolsas americanas (que disminuyó un 13%) o el Dow Jones Euro Stoxx amplio de las bolsas europeas (que se redujo en un 19,7%). Esta mejor evolución de los precios de las acciones españolas, que compensa, en parte, el resultado contrario del año anterior, responde, seguramente, a la menor incidencia, en nuestro país, de algunos de los factores que han influido en la tendencia descendente de las bolsas internacionales. Así, la desaceleración económica ha sido más suave en el caso español que en la UEM y en los Estados Unidos, y la caída en los beneficios de las empresas ha sido también más moderada en España. Por su parte, el impacto de la crisis argentina, aunque ha afectado negativamente a algunas grandes empre-

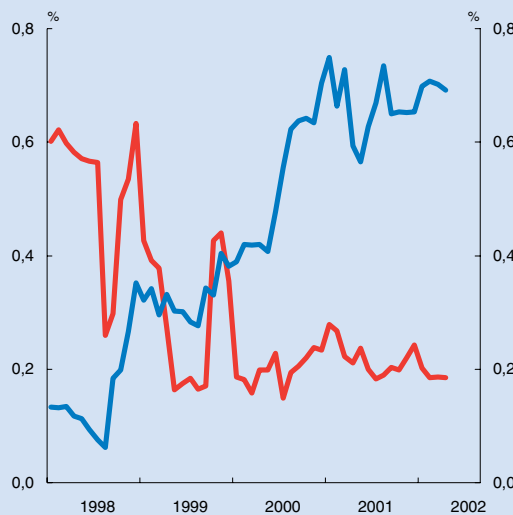
GRÁFICO V.7

**Rentabilidad de la deuda pública (a)****CURVA CUPÓN CERO ESTIMADA EN ESPAÑA****DEUDA A DIEZ AÑOS**

Fuente: Banco de España.

(a) Medias mensuales

GRÁFICO V.8

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

Fuentes: Reuters, AIAF y Banco de España.

(a) Medias mensuales.

sas españolas con intereses en la zona, ha sido, hasta el momento, limitado, en línea con el peso relativo del negocio en ese país en la actividad global de estas empresas.

Por sectores, la caída del índice general de la Bolsa de Madrid refleja el negativo comportamiento de los dos principales grupos, bancos y comunicaciones, que suponían un 49,6% de la capitalización total a finales de 2000 y que registraron descensos del 10,3% y 13,2%, respectivamente, en 2001. El resto de sectores mejoró con respecto al año anterior, destacando los de inversión (+41,5%), construcción (+25,5%) y consumo (+16,0%). El índice Ibex del Nuevo Mercado cayó un 20%.

En el mercado español de deuda pública, las rentabilidades negociadas evolucionaron, como viene ya siendo habitual, muy en línea con las de otros mercados europeos, como el alemán (véase gráfico V.7). Este, a su vez, mantuvo también un elevado paralelismo, durante 2001, con el mercado americano. No obstante, como ya se ha señalado, la revisión al alza de la calificación crediticia del Estado español por parte de Moody's permitió una reducción prácticamente inmediata del diferencial de la deuda soberana española sobre la alemana de unos 10 puntos básicos.

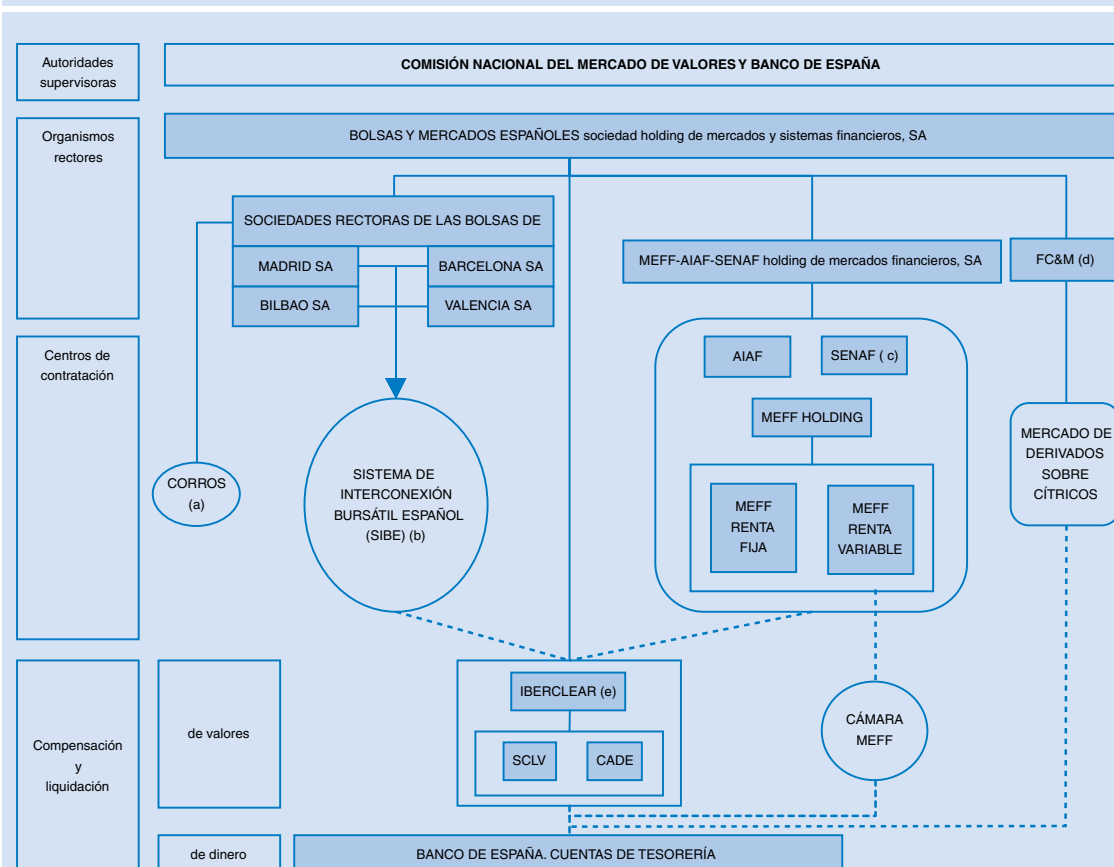
En línea con la evolución de la política monetaria del BCE, los tipos de interés a corto plazo se reduje-

# La integración de los mercados de valores españoles

Durante los últimos años, los mercados financieros europeos, en general, y los españoles, en particular, han estado sometidos a profundas transformaciones que han contribuido a cambiar sus estructuras y su operativa y a aumentar el protagonismo de los valores negociables en las carteras y los flujos financieros internacionales. El origen de estas transformaciones hay que buscarlo en la combinación de los procesos de desintermediación financiera, de globalización de los intercambios financieros, de institucionalización del ahorro y de mejora de los sistemas de comunicación y difusión de la información, junto con el renovado impulso que ha supuesto el proceso conducente a la Unión Económica y Monetaria.

En España, como en otros países, estas transformaciones están cristalizando en un proceso institucional de integración de los mercados de valores, que ha sido largo y laborioso, debido a la fragmentación inicial de los sistemas de negociación y de liquidación de valores en nuestro país. En el ámbito de la cotización y negociación, los antecedentes se sitúan en abril de 1998, con la firma del protocolo de acuerdo para el desarrollo de los mercados de renta fija firmado por los responsables de las cuatro sociedades rectoras de las bolsas, del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). En junio de 1999, la agencia de valores Infomedas creó SENAF como sistema de negociación electrónica de deuda pública y, más tarde, en octubre de 2000, la

## Organización de los mercados de valores españoles



Fuente: Banco de España.

(a) La renta fija bursátil negociada en corros se liquida, en la actualidad, en el ámbito de las sociedades rectoras de las bolsas.

(b) En el SIBE se negocian acciones, renta fija y *warrants*.

(c) Sistema de negociación ciego de deuda pública anotada.

(d) Mercado de futuros y opciones sobre cítricos S.A.

(e) IBERCLEAR es el nombre comercial de la «Promotora para la gestión de los sistemas españoles de liquidación SA», que en la actualidad todavía no tiene la autorización legal para la liquidación de valores.



**La integración de los mercados de valores españoles** (continuación)

Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) tomó una participación del 60,1% en SENAF, con lo que se produjo la primera integración societaria de los sistemas de negociación de renta fija (1).

Posteriormente, en julio de 2001, tuvo lugar la integración de los mercados de renta fija con los de derivados financieros mediante la creación de «MEFF-AIAF-SENAF Holding de Mercados Financieros, SA», que consolidó la plataforma SENAF de negociación al contado, la plataforma MEFF de negociación de derivados, la plataforma AIAF-ECN de negociación a través de Internet y el sistema MEFF para la gestión de las Cámaras de Contrapartida Central para derivados.

En el ámbito de la compensación y liquidación, en junio de 2000, el SCLV y la Central de Anotaciones de Deuda Española (CADE) del Banco de España se fusionaron en una única entidad, denominada «Promotora de la sociedad de gestión de los sistemas españoles de liquidación, SA», más conocida por su marca registrada IBER-CLEAR. Esta promotora, hasta tanto no se constituya por autorización legal como entidad que puede llevar oficialmente el registro contable (2), tiene como objetivo la unificación de los sistemas de liquidación de la renta fija pública y privada y la renta variable a cargo del SCLV y de la deuda de las Administraciones Públicas de la CADE, mediante la utilización de la plataforma y los procedimientos técnicos que configuran la CADE. En línea con este proyecto, en febrero de 2002, todos los valores admitidos a negociación en AIAF se incorporaron en la plataforma técnica del CADE. Con ello, se completó el primer paso del proyecto integrador de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en España. Los valores de renta fija admitidos en las bolsas españolas, en su mayor parte deuda autonómica, siguen negociándose y liquidándose en los sistemas de compensación y liquidación de las propias sociedades rectoras de las bolsas.

Finalmente, en febrero de 2002, se integraron las plataformas de negociación y los sistemas de compensación y liquidación existentes en España mediante la constitución de «Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA». Esta nueva entidad ostenta la titularidad directa o indirecta de las acciones y participaciones de las sociedades que administran los mercados secundarios de renta fija, los de renta variable y derivados, incluido el de materias primas de Valencia, y los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores.

El resultado final, como muestra el gráfico, es la integración vertical de los mercados financieros españoles. Integración que es patrimonial, en una primera etapa, y que será también operativa cuando las condiciones técnicas se armonicen. Esta agrupación bajo una misma gestión de las diferentes etapas del proceso de producción de servicios financieros (es decir, desde la cotización y contratación hasta la liquidación y compensación) permitirá una importante reducción de costes y una mayor racionalización de los servicios, al tiempo que favorecerá una mejora de la rentabilidad de los recursos propios invertidos. Todo ello, en definitiva, debe redundar en una mayor eficiencia de los mercados españoles y en una mejora de su posición competitiva en el escenario internacional.

(1) Más adelante, en febrero de 2001, esta plataforma de negociación se red denominó SENAF.SON como sistema organizado de negociación en el que se da acceso a los miembros de mercados de otros países.

(2) La legislación vigente encomienda al SCLV la responsabilidad contable, de compensación y liquidación de los valores de renta variable y de renta fija privada.

ron marcadamente a lo largo del año —y, de manera más significativa, a partir del 11 de septiembre—, mientras que los tipos de interés a largo plazo lo hicieron en mucha menor medida. De esta forma, la pendiente de la curva de tipos de interés por plazo (véase gráfico V.7) aumentó significativamente a lo largo del año. En los últimos meses de 2001 y primeros de 2002, esta pendiente se elevó aún más, como consecuencia de los aumentos en los tipos de interés a largo plazo derivados de la mejora de las expectativas sobre la recuperación de la actividad a nivel mundial.

La reducción de los tipos de interés de la deuda pública a lo largo de 2001 se trasladó también a los mercados de deuda privada, en los que las primas de riesgo (véase gráfico V.8) se mantuvieron en torno a los niveles alcanzados a finales de 2000 (unos 20 puntos básicos para la rentabilidad a tres meses y unos 70 para la rentabilidad a diez años), si bien con fluctuaciones importantes a lo largo del año. Como ya se ha comentado, estos niveles de los diferenciales (*spreads crediticios*), en un contexto de tipos de interés reducidos, propiciaron un mayor

recurso relativo de las empresas a la emisión de valores de renta fija.

### **V.3. LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS ESPAÑOLES**

El clima de mayor incertidumbre y la evolución de los mercados de valores tuvieron también un impacto significativo sobre la actividad de los intermediarios financieros españoles en el año 2001. Su actividad internacional, que había crecido de manera importante en los años anteriores, se vio negativamente afectada, de modo que sus flujos financieros (de activo y de pasivo) con no residentes se redujeron, en términos de PIB, a la mitad en relación con los registrados en 2000. En cualquier caso, los intercambios se situaron todavía por encima de los niveles previos a 1998, mientras que las posiciones brutas de los distintos intermediarios frente al resto del mundo se mantienen elevadas.

Por otro lado, los menores flujos financieros con el resto del mundo se vieron compensados por el mantenimiento de una elevada actividad en el mercado doméstico. Pese a la desaceleración económica, los hogares y sociedades no financieras siguieron demandando un volumen elevado de financiación, satisfecho gracias al crecimiento del crédito concedido por las entidades de depósito. Asimismo, la moderada recuperación del ahorro financiero de los hogares, comentada en la sección V.1, repercutió de forma positiva en la actividad de los inversores institucionales residentes.

#### **V.3.1. Las entidades de depósito**

La expansión internacional de algunas grandes entidades de depósito españolas en los últimos años ha elevado su exposición a los sucesos económicos que tienen lugar en el resto del mundo, en general, y, en determinadas áreas geográficas, en particular. En este sentido, el año 2001 supuso, para el sistema bancario español, un importante problema, debido a la desaceleración de la economía mundial y a las dificultades atravesadas por ciertos países latinoamericanos y, muy en especial, por Argentina. Las entidades españolas parecen, sin embargo, estar superando esta evolución desfavorable del contexto económico internacional de modo satisfactorio. A ello han contribuido tanto la limitada participación de los bancos españoles en el negocio característico de la banca de inversión como la for-

taleza relativa del mercado doméstico. Por otra parte, los efectos de los problemas de algunas economías latinoamericanas se han visto, al menos parcialmente, compensados por los resultados positivos obtenidos en otros países. De todos modos, la mayor incertidumbre global propició la ralentización del proceso de expansión internacional del negocio de los bancos españoles. Los activos totales de los grupos consolidados de las entidades de depósito españolas crecieron tan solo un 7,3%, debido, precisamente, al descenso en el negocio en el exterior (-9%), que, no obstante, suponía algo más de la quinta parte del activo total y del resultado antes de impuestos a finales de año.

Por lo que se refiere al negocio de las entidades individuales de depósito residentes, el balance medio creció un 11,2%, en línea con la pauta de los últimos años, aunque, en relación con la actividad fuera de balance, hay que destacar la reducción de las comisiones por los servicios relacionados con los mercados de valores, asesoramiento y comercialización de productos financieros (aunque, en este último caso, la caída de las comisiones por comercialización de fondos de inversión se vio compensada, parcialmente, por crecimientos en las comisiones ligadas a la comercialización de productos de previsión como seguros y fondos de pensiones). La evolución expansiva del negocio en España fue compatible con un descenso en el número de oficinas del conjunto de las entidades de depósito más acusado que en 2000. Esto fue el resultado de los procesos de ajuste de su tamaño que han seguido a las fusiones de los grandes bancos, y del progresivo agotamiento de la estrategia de expansión geográfica acometida por las cajas de ahorros, las cooperativas de crédito y algunos bancos medianos.

La desaceleración de la economía española a lo largo del año pasado vino acompañada de un descenso significativo en los tipos de interés, que se trasladó a los tipos bancarios. El tipo sintético de activo de bancos y cajas de ahorros descendió 1,5 puntos porcentuales (pp) en 2001, estabilizándose en torno al 4,9% en los primeros meses de 2002. Esta reducción fue similar a la experimentada por el tipo de interés interbancario a tres meses (1,6 pp). Por su parte, el tipo sintético de pasivo se redujo en 0,8 pp, casi la mitad de lo que lo hizo el tipo activo, estrechándose, así, el margen en las operaciones nuevas de las entidades. La menor reducción del tipo de interés de pasivo fue debida, en parte, a la intensa competencia por la captación de pasivo, estimulada por las estrategias agresivas de las entidades que operan principalmente a través de Internet.

**Entidades de depósito**  
**Estructura de balance y cuenta de resultados**

% sobre balance medio

	Total (a)		Bancos		Cajas	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001
<b>ACTIVO:</b>						
Caja y bancos centrales (b)	1,5	1,4	1,4	1,3	1,7	1,5
Activos del mercado interbancario (c)	17,3	16,2	20,7	19,5	12,7	11,7
Crédito	52,7	53,4	48,2	47,9	58,8	60,7
AAPP	2,8	2,5	2,7	2,4	3,0	2,7
Otros sectores residentes	46,5	47,5	40,6	40,7	54,6	56,4
No residentes	3,4	3,4	4,9	4,8	1,2	1,5
Cartera de valores	20,5	21,1	20,9	22,5	20,5	19,7
De la cual:						
Deuda del Estado	8,8	8,3	7,9	7,7	10,4	9,3
Renta variable	6,0	6,8	6,6	8,0	5,4	5,3
Resto activo (d)	7,9	8,0	8,8	8,7	6,1	6,4
<b>PASIVO:</b>						
Banco de España	1,5	1,2	1,7	1,3	1,2	1,2
Pasivos del mercado interbancario (e)	22,2	19,9	29,9	26,8	11,2	10,5
Recursos de clientes	58,8	60,0	49,1	50,7	72,6	72,7
Cesión de activos a clientes	7,6	7,1	6,8	6,6	9,2	8,3
Acreedores: AAPP	1,9	2,9	1,8	3,1	2,0	2,5
Acreedores: otros sectores residentes	38,1	38,2	26,4	26,2	55,0	53,6
Acreedores: no residentes	8,2	8,7	11,3	11,7	3,6	4,6
Empréstitos	3,0	3,2	2,8	3,0	3,6	3,7
Recursos propios, fondos especiales y financiación subordinada	11,3	12,8	11,5	13,9	10,8	11,1
De la cual:						
Financiación subordinada	2,7	2,7	3,2	3,2	2,1	2,1
Resto pasivo (f)	6,3	6,3	7,8	7,8	4,2	4,2
<b>CUENTA DE RESULTADOS:</b>						
(+) Productos financieros	5,24	5,58	5,32	5,73	5,10	5,33
De los cuales:						
Dividendos	0,37	0,62	0,41	0,88	0,33	0,28
(-) Costes financieros	3,07	3,14	3,51	3,47	2,44	2,70
<b>Margen de intermediación</b>	<b>2,17</b>	<b>2,44</b>	<b>1,81</b>	<b>2,26</b>	<b>2,65</b>	<b>2,63</b>
(+) Comisiones	0,71	0,66	0,77	0,70	0,63	0,60
(+) Resultado operaciones financieras	0,11	0,06	0,15	0,06	0,06	0,06
<b>Margen ordinario</b>	<b>2,99</b>	<b>3,16</b>	<b>2,72</b>	<b>3,02</b>	<b>3,34</b>	<b>3,29</b>
(-) Gastos de explotación	1,91	1,80	1,72	1,62	2,19	2,04
<b>Margen de explotación</b>	<b>1,08</b>	<b>1,35</b>	<b>1,01</b>	<b>1,40</b>	<b>1,15</b>	<b>1,25</b>
(-) Saneamientos y dotaciones	0,34	0,61	0,28	0,74	0,44	0,41
(+) Otros resultados	0,23	0,12	0,15	0,12	0,37	0,11
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>0,96</b>	<b>0,86</b>	<b>0,88</b>	<b>0,78</b>	<b>1,07</b>	<b>0,95</b>
<b>PRO MEMORIA:</b>						
Resultado antes de impuestos						
(% sobre recursos propios)	16,0	13,6	15,5	12,5	17,2	15,7
Total balance medio (mm de €)	1.042	1.158	628	685	378	431
Tasa de crecimiento interanual (%)	9,9	11,1	7,4	9,2	13,9	14,1

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 CBE.

(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.

La evolución del balance de las entidades de depósito revela que, por el lado del activo, el crecimiento del negocio se fundamentó, como en años anteriores, en la expansión del crédito al sector privado no financiero (véase cuadro V.7). Aunque en 2001 se registró una desaceleración acorde con la mayor debilidad relativa de la actividad, el crédito a empresas no financieras y familias creció a tasas aún elevadas (véase gráfico V.9). Incluyendo tanto la inversión crediticia propiamente dicha como la financiación a través de adquisiciones de títulos de renta fija, el crédito total concedido por las entidades de depósito españolas al sector privado residente comenzó el año 2001 creciendo a una tasa interanual del 17,8%. Dicha tasa se fue reduciendo a lo largo del año hasta alcanzar un 11,5%, en diciembre. En los primeros meses de 2002, no obstante, el ritmo de crecimiento no parece haberse reducido adicionalmente, lo que implica un crecimiento del crédito netamente superior al de las rentas de las empresas y las familias, con el consiguiente aumento adicional de sus tasas de endeudamiento.

Por componentes, la desaceleración fue más evidente en el caso del crédito concedido por los bancos y en la modalidad sin garantía real. El crédito con garantía hipotecaria, sin embargo, seguía creciendo, a finales del 2001, a una tasa interanual del 18,6%, como consecuencia, básicamente, del avance del destinado a hogares para la adquisición de vivienda (16,5%, en diciembre de 2001). El fuerte aumento del crédito con garantía hipotecaria ha elevado hasta el 50% su peso en el total al sector privado residente (62% en las cajas de ahorros). El concedido a tipo de interés variable se expandió más que el otorgado a tipo fijo, pasando a suponer un 65% del total (73% en las cajas de ahorros). Cabe destacar, asimismo, que en la última parte del año se ha desacelerado más el crédito a los hogares que el proporcionado a las sociedades no financieras.

Los factores que explican el crecimiento del crédito por encima del de la actividad son, sin duda, complejos. Por el lado de la demanda, el comportamiento de hogares y sociedades se apoya, probablemente, en unas expectativas favorables en relación con la evolución futura de la economía española y, por tanto, de sus rentas. Por el lado de la oferta, la creciente competencia entre las entidades y los reducidos niveles de morosidad actuales, menores que en la anterior fase de desaceleración (véase gráfico V.9), pueden estar también desempeñando un papel relevante, aunque es preciso recordar que,

normalmente, la morosidad suele manifestarse con cierto retraso con respecto a la desaceleración cíclica. Asimismo, es preciso mencionar, por último, que el avance de la riqueza inmobiliaria, resultante del fuerte aumento de los precios de la vivienda (véase recuadro V.1), ha contribuido a estimular tanto la demanda como la oferta de crédito.

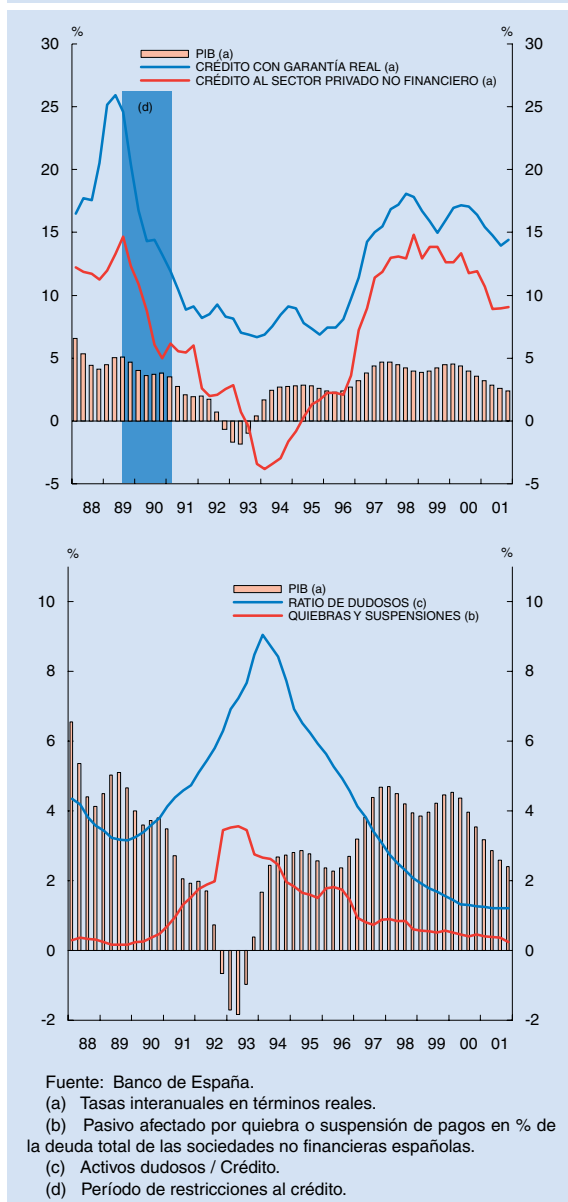
Por el lado del pasivo, el crecimiento de los recursos propios netos y de los recursos de clientes ha permitido una financiación más estable del crédito concedido (véase gráfico V.10). Así, la suma de empréstitos y acreedores no residentes (en los que se recogen también los recursos captados a través de emisiones de valores por parte de filiales en el exterior) ha tenido un crecimiento importante, pero más moderado que el año anterior, al tiempo que el recurso neto al mercado interbancario ha sido ligeramente negativo, lo que ha permitido una cierta reducción de la posición neta deudora de las entidades españolas (del 4,7% al 3,8% del activo total, en media anual).

Dentro de los recursos de clientes, destaca el crecimiento de los fondos captados de las AAPP (68%, que supone 13,4 mm de euros de incremento), debido, fundamentalmente, a los efectos de las subastas de liquidez del Tesoro. Como ya se ha señalado, fue precisamente la obtención de financiación por esta vía la que permitió a las entidades reducir su recurso a la financiación en los mercados interbancarios internacionales.

En relación con los depósitos del sector privado residente, el avance registrado por los depósitos a plazo en años anteriores revirtió considerablemente en 2001, como consecuencia del descenso en los tipos de interés y de la competencia por parte de los fondos de inversión. Estos se vieron favorecidos por la reforma fiscal de junio de 2000, en la que el plazo para que las plusvalías tributen al tipo único del 18% se redujo de dos a un año. El descenso de los tipos de interés impulsó, sin embargo, el crecimiento de los depósitos a la vista y de ahorro (14,3%, diciembre sobre diciembre), a lo que se unió el impacto de la menor demanda de efectivo asociada a la proximidad del canje de las monedas y billetes denominados en pesetas por los correspondientes en euros. En conjunto, los depósitos totales del sector privado residente aumentaron un 12,1% a lo largo del año, una tasa similar a la del año anterior. Cabe señalar, además, que las entidades que operan principalmente a través de Internet siguieron aumentando su cuota de mercado (1,4%, en diciembre de 2001) y contribuye-

GRÁFICO V.9

## Crédito, dudosos y ciclo económico

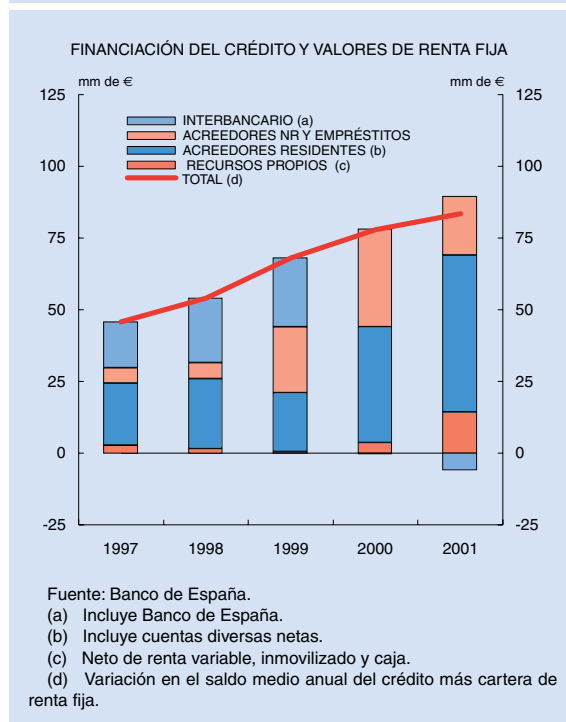


ron en un 7% al crecimiento total de los depósitos en dicho año (5,1%, en 2000).

Pasando al análisis de la cuenta de resultados del sector, el beneficio antes de impuestos del conjunto de las entidades de depósito españolas registró un avance muy modesto en el año 2001 (2,7%, a nivel consolidado y -1,2%, en el caso de las entidades individuales de depósito residentes), después de haber crecido el año anterior. Pero este comportamiento es resultado, sobre todo, de las elevadas dotaciones para provisiones que las entidades tuvieron que realizar (véase cuadro V.7). Esto obedece, en parte, a la aplicación de la provisión estadística durante todo el

GRÁFICO V.10

## Entidades de depósito



ejercicio (frente a solo medio año en 2000), pero, sobre todo, a las dotaciones que algunas entidades realizaron para cubrir su exposición en Argentina.

El margen de intermediación registró un crecimiento importante, a pesar de la reducción del diferencial entre los tipos sintéticos de activo y pasivo para las operaciones nuevas. Ello se debió a la expansión del negocio y al mantenimiento de la distancia entre los rendimientos y los costes medios. No obstante, hay que señalar que, en las cuentas individuales (recogidas en el cuadro V.7) se produce una distorsión de todos los márgenes de los bancos comerciales hasta el de explotación inclusive, como consecuencia del fortísimo incremento, en el año 2001, de los dividendos recibidos por una gran entidad, que se compensa después con mayores dotaciones. Excluyendo los resultados de la cartera de renta variable y ajustando correspondientemente los costes, el margen de intermediación de los bancos comerciales habría pasado de un 1,75% del activo total en 2000 a un 1,81% en 2001, con un crecimiento, en términos absolutos, del 11,1%, en lugar del 36,7% que se deriva de los datos sin ajustar.

La favorable evolución del margen de intermediación compensó el menor crecimiento de las co-

Fondos captados por otros intermediarios financieros					CUADRO V.8
					Millones de €
	1998	1999	2000	2001	2001 Saldos (a)
<b>Total (b)</b>	<b>35.467</b>	<b>10.642</b>	<b>3.178</b>	<b>17.040</b>	<b>295.088</b>
Fondos de pensiones					
<i>Aportaciones netas (c)</i>	2.692	3.026	6.454	6.738	43.829
Seguros de vida					
<i>Primas netas de siniestralidad (d)</i>	4.610	8.065	10.941	10.462	69.936
Fondos de inversión mobiliaria					
<i>Suscripciones netas</i>	28.165	-449	-14.217	-161	181.322
<i>FIAMM</i>	-12.268	-7.229	-10.172	9.390	43.830
<i>FIM</i>	40.433	6.780	-4.046	-9.551	137.492
PRO MEMORIA:					
Entidades de depósito: variación de acreedores					
<i>Otros sectores residentes</i>	14.968	21.282	52.424	55.174	560.503
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 2001 es provisional (basado en estimaciones de ICEA y manteniendo la relación entre primas y siniestralidad del año anterior).					

misiones por servicios relacionados con los mercados de valores y la caída de los resultados por operaciones financieras de los bancos comerciales. Además, el aumento en los gastos de explotación —moderado en los bancos y más intenso en las cajas de ahorros y cooperativas— fue, en todos los casos, inferior al del margen ordinario, por lo que todos los grupos de entidades mejoraron en términos de eficiencia, si bien en los bancos este avance fue mucho más significativo.

### V.3.2. Los inversores institucionales

En el año 2001 hay que destacar la recuperación del volumen neto de fondos captados por los inversores institucionales (véase cuadro V.8). No obstante, este fue todavía inferior al registrado en el período 1996-98 y no impidió que los pasivos de los fondos de pensiones y de inversión y las compañías de seguros siguieran perdiendo peso frente a los de las entidades de depósito. Por otra parte, se continuó observando una evolución muy dispar de los instrumentos relacionados —principalmente— con el ahorro a largo plazo para previsión y del resto de instrumentos de inversión colectiva.

Los flujos destinados a los fondos de pensiones y seguros de vida tienen, por su propia naturaleza, un carácter más estable y están ligados a factores estructurales relacionados con las tendencias demográficas y las expectativas sobre los sistemas de previsión social de carácter público. En el año 2001, las aportaciones netas tanto a fondos de pensiones como a seguros de vida consolidaron los niveles relativamente elevados alcanzados el año anterior, favorecidas por la continuación del proceso de exteriorización de los compromisos por pensiones de las empresas (cuyo plazo termina en noviembre del año en curso) y por la mejora de su tratamiento fiscal. En términos del saldo de ahorro gestionado, tanto el patrimonio de los fondos de pensiones como las provisiones matemáticas de los seguros de vida crecieron un 16%. No obstante, en el caso de los seguros de vida confluyeron una fuerte desaceleración de los denominados *unit-linked* —que comportan un mayor componente de «inversión» que «de previsión»— y un aumento igualmente notorio de los seguros con rentabilidad garantizada.

Por su parte, el patrimonio de los fondos de inversión descendió un 2,6% en el año 2001. Esta contracción fue inferior a la del año anterior y resultó de desarrollos opuestos en los FIM y los



# Evolución reciente de la carga financiera de los hogares

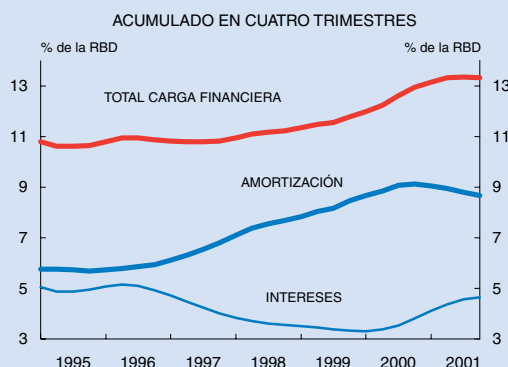
El endeudamiento lleva asociado una carga financiera en forma de pagos regulares de intereses y amortización que depende de tres componentes: el saldo vivo de la deuda, el tipo de interés aplicado y el plazo para amortizarla. En el caso de las familias españolas, la evolución de cada uno de estos factores en los últimos años ha sido diferente.

La deuda de este sector ha experimentado una fuerte expansión y, a finales de 2001, su valor se aproximaba al 77% de la RBD. Este crecimiento de los pasivos de los hogares ha sido relativamente más intenso para los préstamos destinados a la adquisición de vivienda, un tipo de crédito que lleva asociada una carga financiera relativamente más moderada que otros destinos como, por ejemplo, el consumo, al estar avalado, en general, por una garantía real que permite reducir el tipo de interés aplicado y alargar el plazo de amortización del préstamo. Por otro lado, el entorno de mayor estabilidad nominal de la economía española, derivado de su participación en la UEM, ha permitido una contracción importante de los tipos de interés, de más de un 50% en los últimos 10 años. Además, los menores niveles de inflación y la consiguiente disminución del riesgo de tipo de interés han permitido un alargamiento de los plazos de amortización, reduciendo, adicionalmente, los pagos regulares asociados a la deuda. Las mejoras en las técnicas de gestión del riesgo de la cartera crediticia de las entidades y la intensa competencia entre ellas han podido, también, haber contribuido a rebajar los tipos de interés de los préstamos y a permitir unos plazos de amortización más dilatados.

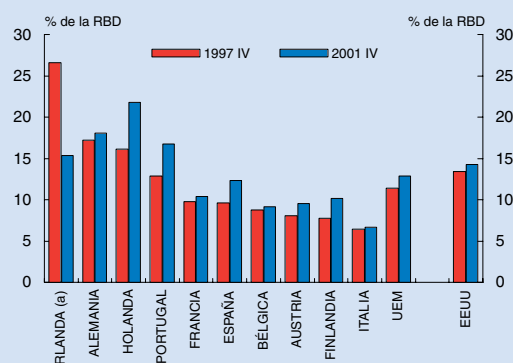
Teniendo en cuenta la distribución de la deuda de los hogares por destino del crédito —vivienda, consumo y otros destinos— y por plazos de amortización en origen, y considerando un tipo de interés relevante para cada una de estas modalidades, es posible realizar una estimación de la carga financiera media que soporta el conjunto de las familias españolas. De acuerdo con la misma, la mayor deuda asumida por los hogares españoles ha supuesto un aumento moderado de la carga financiera media desde el 11% de la RBD, en 1994, hasta el 13,3%, en 2001 (gráfico A). Este crecimiento se ha concentrado en los tres últimos años, cuando la expansión del endeudamiento continuó siendo relativamente intensa y los tipos de interés agotaron su trayectoria descendente, tras la integración de España en la UEM. Como cabría esperar, los pagos regulares destinados a la amortización de deuda han crecido de forma sostenida desde 1994, hasta alcanzar el 8,7% de la RBD, en 2001. Sin embargo, y a pesar de la mayor deuda, el pago por intereses se ha reducido desde el 5,7% de la RBD, en 1994, hasta el 4,6%, en 2001, después de haber alcanzado un mínimo a mediados de 1999. En comparación con otros países (1), durante el período 1998-2001, la carga financiera de las familias en España tuvo, como en Holanda y Portugal, un incremento más pronunciado que en el resto de países de la UEM (véase gráfico B). En nuestro caso, a diferencia de Holanda o Portugal, este comportamiento ha supuesto una convergencia hacia los niveles medios de la UEM.

Por tanto, de acuerdo con esta estimación, el fuerte aumento del endeudamiento de los hogares en España no ha supuesto, hasta el momento, un incremento similar de la carga financiera media asociada para el conjunto del sector, si bien ha elevado, lógicamente, la sensibilidad de los gastos financieros de los hogares a la evolución futura de los tipos de interés. Por otra parte, es importante destacar que, muy probablemente, la distribución de la carga financiera entre los diferentes segmentos de renta o situación laboral de las familias españolas dista de ser homogénea.

## A. Carga financiera: intereses y amortización



## B. Carga financiera: comparación internacional

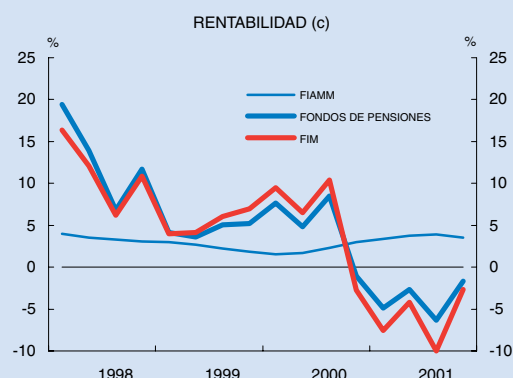
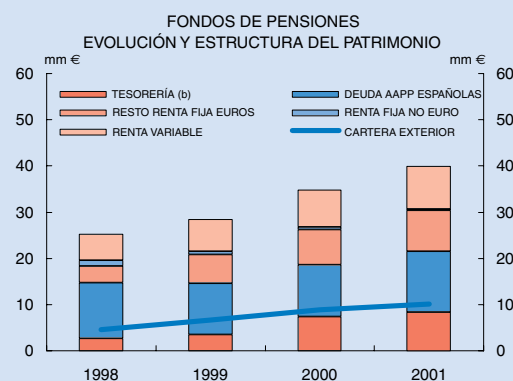
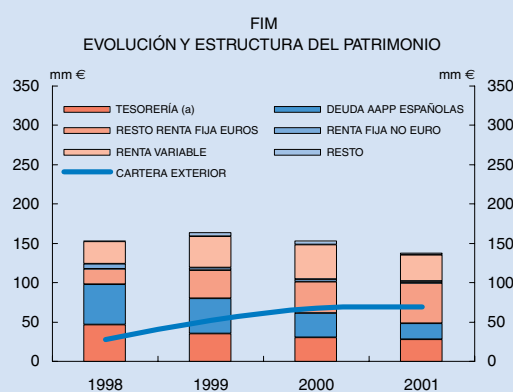
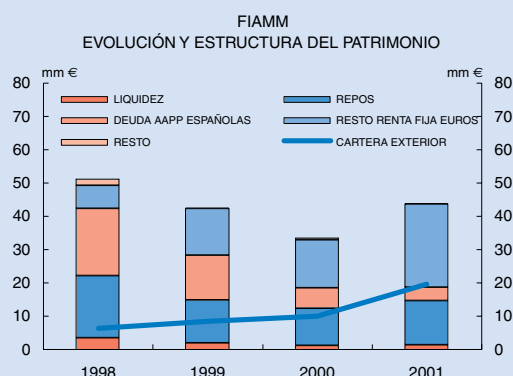


Fuentes: BCE, Reserva Federal y Banco de España.  
(a) El primer dato corresponde a 1998 IV.

(1) Estas estimaciones deben interpretarse con las lógicas cautelas. Para estimar la carga financiera de las familias en los países de la UEM se considera, solamente, el crédito de las instituciones financieras monetarias, y los supuestos sobre plazos de amortización son similares para todos los países. En Estados Unidos, este indicador es elaborado por la Reserva Federal a partir de la información de préstamos hipotecarios y al consumo de personas físicas.

GRÁFICO V.11

## Inversores institucionales



Fuentes: CNMV, Banco de España e INVERCO.

(a) Incluye repos.

(b) Incluye repos y activos del mercado monetario.

(c) Rentabilidad acumulada en los últimos doce meses.

FIAMM (1). Así, en un contexto de rentabilidades negativas para los FIM y de expectativas inciertas con respecto a la evolución de los precios cotizados en las bolsas internacionales, los nuevos partícipes mostraron una clara preferencia por los fondos con un perfil menos arriesgado. De este modo, los FIAMM recibieron suscripciones netas positivas por primera vez en los últimos años, mientras que, entre los FIM, se produjeron reembolsos netos en los fondos mixtos y de renta variable, si bien las suscripciones netas fueron positivas en el caso de los fondos de renta fija a corto y largo plazo y en los fondos garantizados de renta fija. De este modo, estas tres últimas categorías de fondos alcanzaron el 44% del patrimonio total de los FIM en diciembre de 2001.

Consecuentemente con el comportamiento de los partícipes y con la evolución de los precios, los activos de renta variable perdieron peso dentro del patrimonio de los FIM (véase gráfico V.11), pasando del 29% al 24,5%, con una caída mayor de las acciones emitidas por no residentes que de las cotizadas en los mercados nacionales. En cuanto a los activos de renta fija, los fondos de inversión siguieron desinvirtiendo en deuda pública española y adquiriendo activos de renta fija en euros emitidos por no residentes. En conjunto, la cartera exterior siguió ganando peso sobre el total (44,5% en los FIAMM y 50,3% en los FIM). Por otra parte, pese a las mayores emisiones de títulos de renta fija privada en los mercados de valores españoles, no se produjeron avances significativos en el peso relativo de estos activos en las carteras de los fondos de inversión.

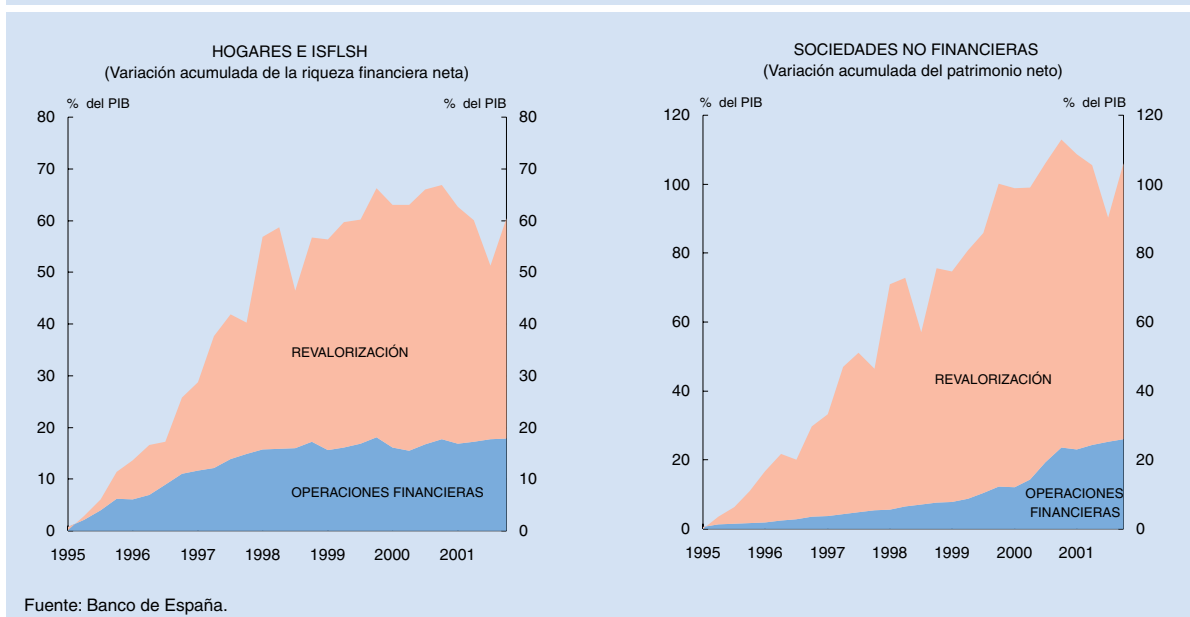
La distribución de la cartera de los fondos de pensiones, por su parte, se mostró muy estable, manteniéndose el peso de los activos de renta variable en el 21%, y el de los activos exteriores, en el 23%.

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

Las decisiones de financiación e inversión financiera y la evolución de los precios de los activos fi-

(1) El descenso es menor (0,7%) si se incluyen las sociedades de inversión colectiva (SIM y SIMCAV), las instituciones extranjeras comercializadas en España y los fondos de inversión inmobiliaria. Ello fue debido al crecimiento de las SIMCAV (33%), cuyo desarrollo en los últimos años —ligado, por las características del producto, al de la banca privada—, continuó en 2001. El ahorro colocado en estas instituciones suponía ya, a finales del año, un 9% del patrimonio total de los fondos de inversión. Por el contrario, el volumen de activos de las instituciones extranjeras comercializadas en España retrocedió un 11% después de varios años de fuerte crecimiento.

### Posición patrimonial de los hogares e ISFLSH y sociedades no financieras



nancieros descritas en las secciones anteriores supusieron un nuevo incremento del endeudamiento relativo del sector privado no financiero durante el año 2001. Aunque se moderó el ritmo de expansión de la financiación a este sector a lo largo del año, su crecimiento fue, todavía, netamente superior al de su riqueza financiera y al de su renta.

En el caso de los hogares, el crecimiento de la financiación y la evolución de los precios de los activos financieros hicieron que su riqueza financiera neta se redujera alrededor de seis puntos del PIB, pese a que, como se comentó en la sección anterior, en el último trimestre del año se recuperaron las cotizaciones bursátiles tras los efectos de los atentados del 11 de septiembre (véase gráfico V.12). No obstante, el patrimonio total de este sector se vio favorecido, como en años anteriores, por el pronunciado aumento del precio de su principal componente, la vivienda, que superó el 15% en 2001.

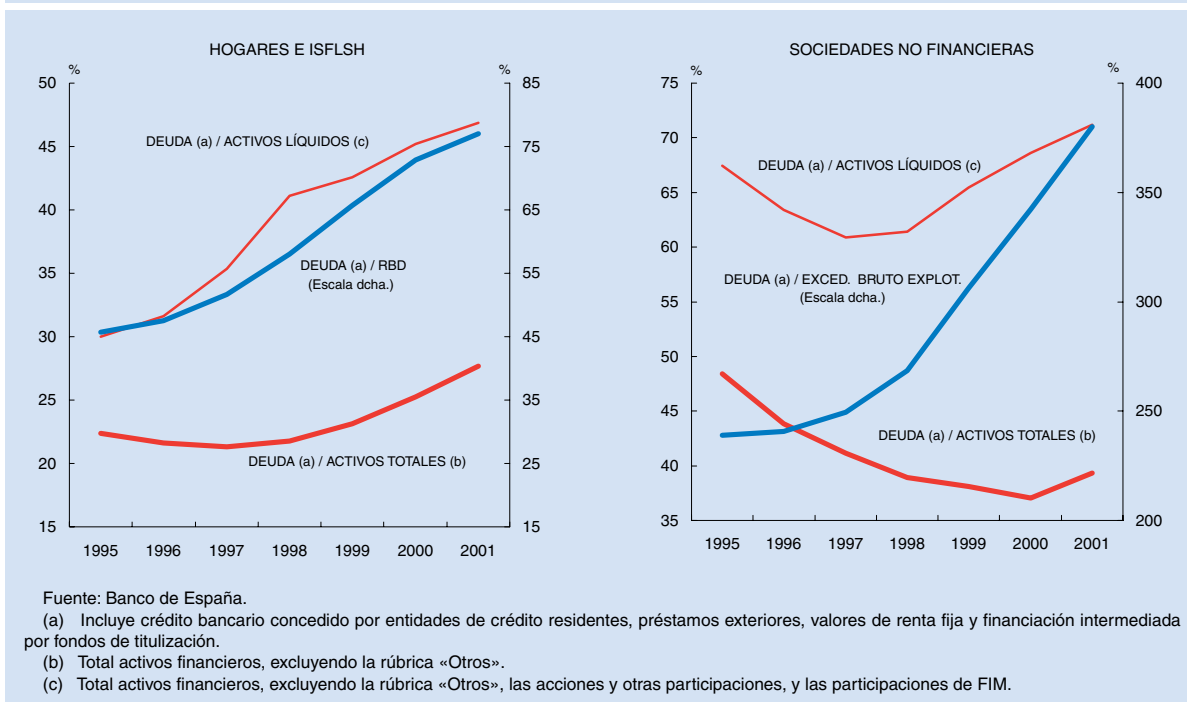
Asimismo, la cartera de activos financieros de los hogares evolucionó hacia un perfil de menor riesgo. De esta forma, a finales de 2001, el efectivo, depósitos y participaciones en FIAMM y FIM de renta fija representaban el 40,1% de la cartera financiera de las familias, frente al 37,8%, en 2000. El valor de las reservas técnicas de seguros aumentó su peso en la cartera, en línea con la tendencia de los últimos años, hasta alcanzar, en 2001, el 13,8% del total de activos financieros. Por su parte, el valor de

las tenencias directas de acciones y participaciones de fondos de inversión distintos a los FIAMM y FIM de renta fija se redujo, de modo que, a finales de 2001, representaban un 31% y 6,5% de la cartera del sector, respectivamente.

Fruto de todo ello, las *ratios* de endeudamiento de las familias mostraron un nuevo aumento en 2001 (véase gráfico V.13). En términos de su renta bruta disponible, el crecimiento del crédito por encima del de la renta determinó un avance del cociente entre ambas variables próximo a los cuatro puntos porcentuales, alcanzándose, prácticamente, el 77%, nivel similar al de la media de la UEM e inferior al de las familias en Estados Unidos o Reino Unido. En porcentaje de los activos totales, la deuda de los hogares pasó del 25% al 28%, al tiempo que la mayor demanda de instrumentos menos arriesgados explica que, en términos de los activos más líquidos, la tasa de endeudamiento avanzara menos —alrededor de dos puntos porcentuales—, hasta situarse en el entorno del 47%.

La posición patrimonial agregada de los hogares, no obstante, continúa siendo sólida. Junto con el desplazamiento hacia activos de menor riesgo, es preciso señalar que el aumento del endeudamiento no se ha traducido en un incremento comparable de la carga financiera de los hogares, debido a los efectos derivados del alargamiento de los plazos medios de amortización y del reducido nivel de los

## Ratios de endeudamiento



tipos de interés (véase recuadro V.4). De hecho, la *ratio* de morosidad del sector se mantuvo, en 2001, en niveles reducidos. Sin embargo, el creciente peso de la riqueza inmobiliaria en el patrimonio total del sector y de la deuda hipotecaria en el conjunto de sus pasivos supone una mayor exposición relativa a la evolución futura de los precios de la vivienda.

Las sociedades no financieras experimentaron una reducción en el valor de su patrimonio neto, truncando, así, la tendencia de los últimos años (gráfico V.12). En particular, el crecimiento de la financiación ajena de este sector continuó afectando a su posición patrimonial. Durante 2001, el valor de su deuda, medida por el saldo de los préstamos bancarios y las emisiones de renta fija, ascendió al 379% del excedente bruto de explotación del sector, frente al 342% registrado en 2000 (véase gráfico V.13). En términos de la cartera de activos financieros de menor riesgo, esta *ratio* se situó en el 71,2%, frente al 68,7% del año anterior. Este crecimiento del endeudamiento fue superior al de la media de la UEM, por lo que las empresas españolas continuaron el proceso de rápida convergencia al nivel medio del área del euro, que, en términos de PIB, se situó alrededor del 74% (71% en España). Los mayores niveles de deuda se manifestaron, por segundo año consecutivo, en un aumento de los

gastos financieros del sector —pagos por intereses sobre excedente bruto de explotación—, lo que podría terminar ejerciendo alguna influencia sobre sus planes futuros de inversión. Por tipo de instrumento financiero, cabe destacar que, aunque el principal componente de la deuda empresarial es el crédito de entidades residentes (que representa alrededor del 65%), los préstamos exteriores han tenido una importancia creciente en los últimos años. A finales de 2001, el endeudamiento exterior representaba alrededor del 25% de los recursos ajenos de las empresas (frente al 17%, en 1994).

Como en el caso de los hogares, también las empresas muestran, en conjunto, una posición patrimonial saneada, reforzada por una significativa afluencia, en los últimos años, de fondos estables captados a través de la emisión de acciones y participaciones. Esta solidez patrimonial no obsta para que el aumento de la deuda del sector haya incrementado su vulnerabilidad relativa ante perturbaciones que puedan afectar a la rentabilidad de los proyectos de inversión acometidos. En particular, resulta destacable el aumento de su exposición a una evolución desfavorable del entorno exterior, en un contexto en el que, en términos de PIB, los activos de las sociedades no financieras españolas frente al resto del mundo han aumentado 25 puntos porcentuales en los últimos tres años.

# CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA

EJERCICIO DE 2001

## 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 establecidos para el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), en todos aquellos aspectos que le son de aplicación, de acuerdo con lo estipulado en el artículo 26.4 de los Estatutos de dicho SEBC sobre normalización de principios y prácticas contables del Eurosistema.

Las cuentas anuales del Banco de España han sido sometidas, de acuerdo con lo establecido en los artículos 29 y 32 de su Reglamento, a la auditoría de su Auditoría Interna y a la censura de la Comisión de Censura de Cuentas designada al efecto por el Consejo de Gobierno del Banco, por acuerdo de 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, aprobar el balance y cuentas del ejercicio del Banco, que serán remitidos a las Cortes Generales para su conocimien-

to. 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 2000 se han homogeneizado a la nueva estructura del balance, cuenta de resultados y normas contables aplicadas en 2001, 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 2001. 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 2001

(En millones de euros)

	Núm. Nota	2001	2000
<b>ACTIVO</b>			
<b>1. Oro y derechos en oro</b>	<b>1</b>	<b>5.300,90</b>	<b>4.931,16</b>
<b>2. Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>		<b>33.357,00</b>	<b>32.757,26</b>
2.1. Activos frente al FMI	2	1.958,01	1.727,80
2.2. Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	3	31.398,99	31.029,46
<b>3. Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>		<b>0,03</b>	<b>0,06</b>
<b>4. Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
4.1. Depósitos, valores y préstamos		0,00	0,00
4.2. Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el SME II		0,00	0,00
<b>5. Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria</b>	<b>4</b>	<b>10.546,69</b>	<b>16.142,87</b>
5.1. Operaciones principales de financiación		8.477,22	14.309,62
5.2. Operaciones de financiación a más largo plazo		2.069,47	1.821,47
5.3. Operaciones temporales de ajuste		0,00	0,00
5.4. Operaciones temporales estructurales		0,00	0,00
5.5. Facilidad marginal de crédito		0,00	0,00
5.6. Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		0,00	11,78
<b>6. Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>		<b>2,57</b>	<b>1,97</b>
<b>7. Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>8. Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	<b>5</b>	<b>10.380,90</b>	<b>11.006,79</b>
<b>9. Cuentas intra-Eurosistema</b>	<b>6</b>	<b>29.603,01</b>	<b>45.724,81</b>
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)		24.711,58	40.833,38
<b>10. Partidas en curso de liquidación</b>	<b>7</b>	<b>398,84</b>	<b>7,45</b>
<b>11. Otros activos</b>		<b>6.549,31</b>	<b>7.837,63</b>
11.2. Inmovilizado material e inmaterial	8	234,39	225,64
11.3. Otros activos financieros	9	3.572,04	3.443,84
11.4. Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	10	0,00	188,18
11.5. Cuentas de periodificación del activo y gastos diferidos	11	727,27	929,90
11.6. Diversos	12	2.015,61	3.050,07
<b>TOTAL ACTIVO</b>		<b>96.139,25</b>	<b>118.410,00</b>



**Balance del Banco de España a 31 de diciembre de 2001 (continuación)**

(En millones de euros)

	Núm. Nota	2001	2000
<b>PASIVO</b>			
<b>1. Billetes en circulación</b>	<b>13</b>	<b>46.227,56</b>	<b>57.198,32</b>
<b>2. Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria</b>	<b>14</b>	<b>12.273,21</b>	<b>8.391,21</b>
2.1. Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)		12.272,85	8.385,21
2.2. Facilidad de depósito		0,00	6,00
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		0,36	0,00
<b>3. Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	<b>15</b>	<b>2.451,79</b>	<b>0,00</b>
<b>4. Certificados de deuda emitidos</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>5. Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>		<b>13.289,66</b>	<b>30.238,29</b>
5.1. Administraciones Públicas	16	12.238,04	29.298,24
5.2. Otros pasivos	17	1.051,62	940,05
<b>6. Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	<b>18</b>	<b>61,74</b>	<b>24,63</b>
<b>7. Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>		<b>20,52</b>	<b>3,72</b>
<b>8. Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>		<b>298,12</b>	<b>453,67</b>
8.1. Depósitos y otros pasivos	19	298,12	453,67
8.2. Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el SME II		0,00	0,00
<b>9. Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	<b>20</b>	<b>425,65</b>	<b>418,35</b>
<b>10. Cuentas intra-Eurosistema</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
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
<b>11. Partidas en curso de liquidación</b>	<b>21</b>	<b>90,07</b>	<b>385,32</b>
<b>12. Otros pasivos</b>		<b>1.666,94</b>	<b>1.599,84</b>
12.1. Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	22	67,30	0,00
12.2. Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos diferidos	23	604,70	917,53
12.3. Diversos	24	994,94	682,31
<b>13. Provisiones</b>	<b>25</b>	<b>3.868,40</b>	<b>3.864,79</b>
<b>14. Cuentas de revalorización</b>	<b>26</b>	<b>10.667,56</b>	<b>10.068,62</b>
<b>15. Capital y reservas</b>		<b>4,54</b>	<b>4,54</b>
15.1. Capital	27	1,37	1,37
15.2. Reservas	28	3,17	3,17
<b>16. Beneficio del ejercicio</b>	<b>29</b>	<b>4.793,49</b>	<b>5.758,70</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>		<b>96.139,25</b>	<b>118.410,00</b>

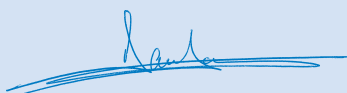
# Cuenta de resultados del Banco de España a 31 de diciembre de 2001

(En millones de euros)

	Núm. Nota	2001	2000
Ingresos por intereses	1	4.010,60	4.549,18
Gastos por intereses	2	-966,07	-928,14
<b>Ingresos netos por intereses</b>		<b>3.044,53</b>	<b>3.621,04</b>
Ganancias/Pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	3	2.048,07	2.494,67
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	4	-85,16	-7,00
Dotaciones y excesos de provisión por riesgo de tipo de cambio y precio		0,00	0,00
<b>Ingreso neto por operaciones financieras, saneamientos y provisiones para riesgos</b>		<b>1.962,91</b>	<b>2.487,67</b>
Ingresos por honorarios/comisiones		13,91	16,03
Gastos por honorarios/comisiones		-1,66	-1,46
<b>Ingresos netos por honorarios/comisiones</b>	5	<b>12,25</b>	<b>14,57</b>
<b>Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones</b>	6	<b>181,27</b>	<b>1,75</b>
<b>Resultado neto de la redistribución de ingresos monetarios</b>	7	<b>2,02</b>	<b>1,85</b>
<b>Otros ingresos</b>	8	<b>75,02</b>	<b>41,23</b>
<b>TOTAL INGRESOS NETOS</b>		<b>5.278,00</b>	<b>6.168,11</b>
Gastos de personal	9	-182,59	-174,76
Gastos en bienes y servicios	10	-66,96	-51,97
Amortización del inmovilizado	11	-18,50	-16,60
Costes de producción de billetes	12	-166,97	-68,13
Otros gastos		-1,43	-1,39
<b>TOTAL GASTOS OPERATIVOS</b>		<b>-436,45</b>	<b>-312,85</b>
<b>Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones</b>	13	<b>-48,06</b>	<b>-96,56</b>
<b>BENEFICIO DEL EJERCICIO</b>	14	<b>4.793,49</b>	<b>5.758,70</b>

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 mes 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 compraventa 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 mensual, debiendo valorarse a su precio de mercado. Dicha regularización se efectúa sin compensar plusvalías con minusvalías de diferentes códigos-valor. Las plusvalías y minusvalías (a excepción de las minus-

valías 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 mes 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 mes siguiente.

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

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*

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 mes 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 del Estado 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 2001 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 período en el que se devengan.

Las ganancias realizadas y las pérdidas realizadas y latentes se traspasan a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias. Para calcular el precio de adquisición de los elementos vendidos se utiliza el método del coste medio. 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 futura, 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 5.300,90 millones de euros, equivalentes a 16,829 millones de onzas troy (2) de oro fino valoradas a 314,99 euros por onza. Dicho importe supera en 369,74 millones al de 2000, como consecuencia de la subida del precio de

(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.

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

mercado del oro en el ejercicio (al cierre de 2000 la onza cotizaba a 293,01 euros), habiéndose mantenido sin variación a lo largo del ejercicio el número de onzas, excepto por las ligeras diferencias que se han producido en las operaciones de depósito y *swap*.

### 2. Activos frente al FMI

Se recogen en este subgrupo de cuentas: a) los Derechos Especiales de Giro en el tramo de Reservas (1.502,98 millones de euros), que incluyen la posición neta en el FMI (1.502,98 millones de euros) y la posición tramo euros y su cuenta de contrapartida (2.840,21 millones de euros con signo positivo y negativo); b) los Derechos Especiales de Giro en el FMI (397,71 millones de euros), y c) Otros activos frente al FMI (57,32 millones de euros). En conjunto, el valor de los activos frente al FMI aumentó en 230,20 millones de euros respecto a su saldo en 2000, debido a diversos factores, entre los que destacan las operaciones realizadas a través del FMI, básicamente ayudas a otros países y concesiones de préstamos, que han supuesto un incremento neto de 270,14 millones de euros, minorado en 39,94 millones de euros, debido a las menores plusvalías latentes en las existencias de DEG. En 2001 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 31.398,99 millones de euros, con el detalle que figura en el cuadro siguiente:

(En millones de euros)

Tipo de activo	2001	2000
Depósitos	735,06	446,07
Valores (3)	30.432,89	30.353,62
Préstamos y otros	238,81	239,70
Provisión para préstamos	-11,95	-14,57
Billetes de fuera del área del euro	4,18	4,64
<b>TOTAL</b>	<b>31.398,99</b>	<b>31.029,46</b>

(3) A 31 de diciembre de 2001, parte de la cartera de valores en dólares, por un valor de mercado de 414,15 millones de dólares USA, se encontraba cedida temporalmente a través de contratos de préstamos automáticos de valores firmados con los depositarios de estos valores. Los contratos de préstamos automáticos facultan al depositario de los valores a prestarlos a un tercero en operaciones a un día con las limitaciones establecidas en el propio contrato.

El 99,98% de los saldos con bancos extranjeros, préstamos denominados en moneda extranjera e inversiones en valores, al final del ejercicio de 2001, estaban denominados en dólares USA.

En el apartado de «Préstamos y otros» se incluyen, entre otros, determinados activos considerados en situación especial, por un importe de 11,95 millones de euros, sobre los que se han constituido provisiones por riesgo-país y otras por el importe total de los mismos.

El aumento en este subgrupo de cuentas (369,53 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	-2.628,84
Por disminución de la posición en <i>swaps</i> de oro, vivos a fin de año	-140,46
Por disminución del precio de mercado de los valores extranjeros	-67,48
Por incremento del tipo de cambio de mercado	1.009,24
Por los resultados obtenidos en venta de valores y futuros	362,01
Por los ingresos financieros percibidos por intereses en moneda extranjera	1.835,50
Otras	-0,44
<b>TOTAL</b>	<b>369,53</b>

#### 4. 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.

Su importe al día 31 de diciembre de 2001 es inferior en un 34,67% respecto al de 2000 (10.546,69 millones de euros en 2001, frente a 16.142,87 en 2000), habiéndose reducido también el flujo medio diario de financiación otorgada a lo largo del año en un 6,04%, pasando de 14.591,41 millones en 2000 a 13.709,67 en 2001. Esta disminución estuvo relacionada, sobre todo, con la reducción producida en los depósitos del Tesoro Público en el Banco de España desde febrero de 2001 (véase nota 16 del balance), lo que supuso una disminución en las necesidades de financiación de las entidades de crédito.

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 2001 no se ha concedido ningún crédito a las instituciones financieras en condiciones inferiores a las de mercado.

#### 5. 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 2001 de los créditos otorgados al Estado asciende a 8.845,06 millones de euros, según el siguiente detalle:

(En millones de euros)

	31.12.2001	Amortización	31.12.2000
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 3/1983	2.245,39	97,63	2.343,02
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 4/1990	5.905,78	347,40	6.253,18
Subrogación créditos a Tabacalera, S.A. (Ley 31/1991)	—	12,90	12,90
Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales	693,89	40,81	734,70
<b>TOTAL</b>	<b>8.845,06</b>	<b>498,74</b>	<b>9.343,80</b>

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

El saldo de este subgrupo de cuentas, 1.535,84 millones de euros, corresponde al importe pendiente de amortizar de dos créditos concedidos a la Se-



guridad 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 31.12.94, que ascendían a 501,90 millones de euros. La amortización del primero de estos créditos, que habrá de efectuarse en veinte anualidades y comenzó en el ejercicio 2000, recibe un tratamiento equivalente al establecido para la amortización de los créditos singulares otorgados al Estado, a los que se ha hecho referencia anteriormente. El crédito por los intereses vencidos hasta el 31 de diciembre de 1994 se amortiza linealmente en diez años, habiendo tenido lugar la primera amortización el 31 de diciembre de 1995.

De la reducción experimentada en 2001 por este subgrupo de cuentas, 127,15 millones de euros, 76,96 millones corresponden al pago de la segunda cuota de amortización relativa al crédito de 1.539,19 millones de euros. El resto, 50,19 millones, corresponde al pago de la séptima cuota de amortización relativa al crédito de 501,90 millones de euros. El importe de la mencionada cuota de amortización fue cobrado a través de la compensación de parte de las cantidades resultantes a favor de la Seguridad Social en concepto de intereses de sus cuentas remuneradas en el Banco de España.

## 6. Cuentas intra-Eurosistema

### a) Participación en el capital del BCE

El capital del BCE suscrito y desembolsado por el Banco de España asciende a 444,68 millones de euros, equivalentes al 8,8935% del capital del mismo. Dicho porcentaje, sin variación en el ejercicio, es el que corresponde al Banco de España, de acuerdo con la clave de participación establecida por la Comisión de la Unión Europea, fijada en función de la población y el producto nacional bruto de nuestro país.

### b) Activo de contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE

En cumplimiento de lo establecido en el artículo 30 de los Estatutos del SEBC/BCE, el Banco de España transfirió al BCE a comienzos del año 1999 reservas exteriores por importe de 4.446,75 millones de euros. Este activo es la contrapartida de dicha transferencia.

Hasta el ejercicio de 2001, este activo estaba 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 los ingresos monetarios del ejercicio puestos en común por los bancos centrales nacionales que forman el Eurosistema. En 2001 no fue necesario utilizar esta modalidad de compensación de pérdidas, al haber obtenido beneficios el BCE.

### c) Otros activos intra-Eurosistema (neto)

Su saldo, 24.711,58 millones de euros, recoge, principalmente, 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 la posición neta frente al BCE por la aportación y reasignación de los ingresos monetarios (4) y los saldos mantenidos con los bancos centrales del Eurosistema a través de cuentas de corresponsalía, constituyendo estos últimos una parte insignificante del total.

Con respecto a las transferencias realizadas a través de TARGET, hay que señalar que, desde el 30 de noviembre de 2000, los saldos resultantes de las mismas frente a los bancos del Eurosistema, así como frente al resto de bancos de la Unión Europea, son cancelados y sustituidos por un único saldo frente al BCE, siendo este último, 24.709,68 millones, casi la totalidad del importe que se refleja en el presente subgrupo del balance.

En lo que se refiere al activo frente al BCE procedente del proceso de puesta en común y redistribución de los ingresos monetarios entre los bancos centrales del Eurosistema, su importe a fin de año ha ascendido a 2,02 millones de euros, siendo dicha cantidad el resultado de una aportación por ingresos monetarios de 1,67 millones y una reasignación al Banco de España de 3,69 millones de euros.

## 7. Partidas en curso de liquidación

Su saldo, de 398,84 millones de euros, corresponde, fundamentalmente, a efectos y documentos en

(4) En la nota 7 de la Cuenta de Resultados se explica en detalle la naturaleza y contenido de los ingresos monetarios del ejercicio 2001.

trámite de compensación (389,21 millones), como consecuencia de haber sido declarado no hábil a efectos de compensación el día 31 de diciembre de 2001.

## 8. Inmovilizado material e inmaterial

El saldo de este subgrupo de cuentas ascendía, al cierre del ejercicio, a 234,39 millones de euros, de los que 423,75 millones correspondían a su coste y 189,36 a la amortización acumulada del mismo.

El detalle de los componentes de este subgrupo, con sus amortizaciones, figura en los cuadros siguientes:

(En millones de euros)

Coste o valoración	Inmuebles e instalaciones	Mobiliario y equipamiento	Inmovilizado en curso	Otro inmovilizado	Total
1 enero 2001	233,42	74,71	12,67	81,46	402,26
Altas	1,42	15,74	17,56	3,44	38,16
Bajas	1,29	5,75	9,32	0,31	16,67
31 diciembre 2001	233,55	84,70	20,91	84,59	423,75

(En millones de euros)

Amortización acumulada	Inmuebles e instalaciones	Mobiliario y equipamiento	Inmovilizado en curso	Otro inmovilizado	Total
1 enero 2001	99,54	61,38	—	15,70	176,62
Variaciones en el ejercicio	8,30	1,96	—	2,48	12,74
31 diciembre 2001	107,84	63,34	—	18,18	189,36

Las tenencias de plata del Banco, valoradas en 28,48 millones de euros, están incluidas en «Otro inmovilizado» y no han experimentado variación alguna respecto del año 2000.

## 9. Otros activos financieros

El 99,9% del importe de este subgrupo de cuentas corresponde a la cartera en deuda del Estado anotada, en la que el Banco de España tiene invertidos 3.571,12 millones de euros, cuyo incremento, 127,89 millones de euros, respecto al saldo del pasado ejercicio se debió, fundamentalmente, a las compras netas de valores (89,77 millones de euros), así como a las plusvalías latentes netas registradas a fin de año (54,82 millones de euros), compensado en parte por la disminución de los intereses implícitos devengados (–16,67 millones de euros).

## 10. Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance

Véase la nota número 22 del balance.

## 11. Cuentas de periodificación del activo y gastos diferidos

Del total de este subgrupo de cuentas (727,27 millones de euros), los componentes principales son los intereses devengados y no cobrados de valores, depósitos y otros activos en moneda extranjera (314,77 millones), los de la cartera de deuda del Estado anotada (143,33 millones), los del activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE (165,74 millones) y los correspondientes al saldo neto de las cuentas intra-Eurosistema procedentes de las transferencias realizadas a través de TARGET (66,90 millones).

## 12. Diversos

Su componente más significativo corresponde al ingreso efectuado al Tesoro, el 2.11.01, de 2.258,36 millones de euros, equivalente al 70% de los beneficios devengados y contabilizados en el Banco hasta el 30 de septiembre de 2001.

La otra partida más relevante es la posición neta del Banco de España frente al Sistema Nacional de Compensación Electrónica por los documentos presentados y recibidos a compensación y que se encuentran pendientes de liquidar, que a 31 de diciembre ascendió a –408,80 millones, como consecuencia de haber sido declarado no hábil a efectos de compensación dicho día.

## 13. Billetes en circulación

La distribución por denominaciones de los billetes en circulación a 31.12.01 es la siguiente:

(En millones de euros)

Denominaciones	2001	2000
1.000 PTA	1.269,49	1.514,74
2.000 PTA	2.444,00	2.994,34
5.000 PTA	15.250,03	18.837,69
10.000 PTA	27.437,15	33.887,42
En poder de otros bancos del SEBC	–173,11	–35,87
<b>TOTAL</b>	<b>46.227,56</b>	<b>57.198,32</b>

El saldo de billetes en circulación se redujo en un 19,2% respecto del importe registrado al cierre del ejercicio anterior. Esta reducción, que tuvo lugar en el segundo semestre del ejercicio 2001, estuvo relacionada, fundamentalmente, con el proceso de cambio al euro que ha tenido lugar a partir del 1 de enero de 2001.

Como consecuencia de los acuerdos adoptados por el Consejo de Gobierno del BCE en su Decisión de 6 de diciembre de 2001(BCE/2001/15), en relación con la emisión de billetes euro, a partir del año 2002, el 8% del total de los billetes euro en circulación será asignado al BCE con carácter mensual. La contrapartida de este ajuste se contabilizará como un «Pasivo intra-Eurosistema relacionado con la emisión de billetes».

El 92% restante de los billetes euro en circulación será asignado a los BCN también con carácter mensual, de modo que cada BCN refleje en su balance la parte de los billetes euro emitidos que le corresponde de acuerdo con su participación en el capital desembolsado del BCE. La diferencia entre el valor de los billetes euro asignados a cada BCN, de acuerdo con el citado sistema contable, y el valor de los billetes euro puestos en circulación, también se contabiliza como un «Activo/pasivo intra-Eurosistema relacionado con la emisión de billetes».

#### 14. 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 12.273,21 millones de euros, al cierre del ejercicio de 2001. El incremento experimentado por los mismos respecto al año anterior se concentró en las cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas), que pasaron de 8.385,21 millones de euros, en 31.12.00, a 12.272,85 millones en 31.12.01. El elevado saldo que presenta al cierre del ejercicio se debió a la necesidad de atender el pago de un tercio de los billetes y monedas euro predistribuidos el primer día hábil de 2002. Por otra parte, el saldo medio anual de estas cuentas durante el ejercicio 2001 ascendió a 10.401,04 millones, un 15,4% superior al de 2000 (9.009,71 millones).

#### 15. Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro

A 31 de diciembre de 2001, este subgrupo recoge únicamente los depósitos en efectivo constituidos por entidades de crédito, por importe de

2.451,79 millones de euros, como garantía de los billetes y monedas euro predistribuidos hasta dicha fecha, en la parte no garantizada por las pólizas de crédito existentes con prenda de valores.

Estos depósitos se han cancelado a lo largo de enero de 2002, conforme se fueron pagando los billetes y monedas euro predistribuidos, de acuerdo con el modelo de débito lineal (5) aprobado por el Consejo de Gobierno del BCE en su reunión de 20 de julio de 2000.

#### 16. 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 12.238,04 millones de euros, con el siguiente detalle:

(En millones de euros)

	2001	2000
Administración Central (Estado)	2.793,60	22.907,41
Tesoro Público.—Cuenta corriente	394,98	20.536,27
Otras administraciones de la Administración Central del Estado y similares	2.398,62	2.371,14
Administraciones Territoriales	80,21	149,79
Comunidades Autónomas, Organismos Administrativos y similares	76,45	140,89
Administración Local	3,77	8,90
Administraciones de la Seguridad Social	9.364,23	6.241,04
<b>TOTAL</b>	<b>12.238,04</b>	<b>29.298,24</b>

La importante disminución del saldo de este subgrupo de cuentas (12.238,04 millones de euros al cierre de 2001, frente a 29.298,24 millones al cierre de 2000) se debió, fundamentalmente, a la fuerte reducción producida en los saldos mantenidos por el Tesoro en el Banco, compensado ligeramente por el aumento del saldo de las cuentas de la Seguridad Social.

La reducción en los saldos del Tesoro se debió al acuerdo alcanzado con este en el marco de las recomendaciones del BCE para estabilizar los efectos en la liquidez del Eurosistema de los depósitos de los Tesoros en los BCN. En virtud de este

(5) En resumen, el modelo de débito lineal ha consistido en adeudar a las entidades de crédito el 2 de enero de 2002 un tercio del total de los billetes y monedas predistribuidos a 31 de diciembre de 2001, adeudando el resto en dos partes iguales los días 23 y 30 de enero de 2002.

acuerdo, se ha venido produciendo, desde febrero de 2001, un traspaso diario de los saldos del Tesoro a las entidades de crédito.

#### **17. 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 2001 era de 1.051,62 millones de euros, y su variación respecto al cierre del ejercicio anterior, con un incremento de 111,57 millones de euros, se debió fundamentalmente al incremento de los saldos de las cuentas corrientes de organismos públicos del Estado, tanto de organismos autónomos como de entes públicos empresariales.

#### **18. Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro**

Recoge fundamentalmente los saldos de las cuentas en euros mantenidos por los Organismos Internacionales y los Bancos Centrales no pertenecientes a la Unión Monetaria. Su saldo, 61,74 millones de euros, experimentó un incremento respecto del ejercicio anterior de 37,11 millones.

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

El 99,80% de estos pasivos, cuyo saldo ascendía a 298,12 millones de euros al cierre del ejercicio, corresponde a deudas derivadas de operaciones de cesión temporal de activos relacionadas con la gestión de las reservas exteriores del Banco de España. El importe del total de este grupo de cuentas se redujo en 155,55 millones de euros.

#### **20. Contrapartida de los Derechos Especiales de Giro asignados por el FMI**

Con un importe de 425,65 millones de euros, recoge la equivalencia de los DEG asignados a España

en proporción a su cuota como miembro del Fondo Monetario Internacional.

#### **21. Partidas en curso de liquidación**

De los 90,07 millones de euros que refleja el saldo de este grupo de cuentas, 78,32 corresponden a transferencias ordenadas por entidades de crédito pendientes de abono al cierre del ejercicio, cuenta a la que se debe, también, la parte más importante de la disminución del grupo respecto a 2000 (255,35 millones, de un total de 295,25).

#### **22. Otros pasivos.—Diferencias por valoración de partidas de fuera del balance**

Recoge el importe de la posición neta acreedora por operaciones a plazo y swap con divisas valorada a los tipos de cambio vigentes a fin de ejercicio. Cuando dicha posición es deudora, tal y como sucedió en 2000, se coloca bajo el mismo título en el epígrafe «11.4.» del activo. Su saldo al final del presente ejercicio, 67,30 millones de euros, es el valor neto de las operaciones a plazo y swaps entre divisas vivas en ese momento.

#### **23. Otros pasivos.—Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos diferidos**

Las partidas más significativas de este subgrupo de cuentas, cuyo importe total asciende a 604,70 millones de euros, corresponden a los intereses devengados y no pagados por las cuentas corrientes remuneradas, entre las que cabe destacar las correspondientes a la Seguridad Social (354,16 millones de euros) y a los beneficios, ordinarios y presistema, imputables a la venta de divisas en operaciones a plazo que se encuentran pendientes de ejecución a fin de año (229,29 millones), recibiendo estos beneficios la consideración de no realizados hasta el vencimiento y ejecución de las mencionadas operaciones.

#### **24. Otros pasivos.—Diversos**

Las partidas más relevantes de este subgrupo de cuentas son las relativas a las cuentas «Mutua-

lidad de empleados del Banco de España.—Por aportaciones a pagar», cuyo importe, 361,13 millones de euros, se ha reducido en 18,36 millones de euros durante el ejercicio; los «Intereses acreedores liquidados pendientes de aplicación», correspondientes al crédito otorgado en su día a la Seguridad Social, cuyo saldo al cierre del ejercicio ascendía a 150,57 millones de euros, con una disminución de 50,19 millones respecto al ejercicio anterior (6); y «Otras operaciones pasivas pendientes de aplicación», por importe de 386,96 millones de euros por partidas que se encuentran pendientes de abonar en sus cuentas beneficiarias.

## 25. 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)

	2001	2000
Por riesgos y gastos	100,54	96,92
Por cobertura de riesgos por tipo de cambio.—Cta. pre-sistema	3.767,58	3.767,58
Por otros motivos	0,28	0,29
<b>TOTAL</b>	<b>3.868,40</b>	<b>3.864,79</b>

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 ligero incremento experimentado por la provisión para riesgos y gastos se debió, fundamentalmente, a una mayor exactitud en el cálculo de la provisión para la cobertura de los socorros por fallecimiento y jubilación establecida en el artículo 190 del Reglamento de Trabajo del Banco.

Por otra parte, hay que señalar que en el presente ejercicio el BCE ha obtenido beneficios, por

(6) En II.2. NOTAS EXPLICATIVAS AL BALANCE se hace referencia a este crédito en la 5.b).

lo que no ha sido necesario constituir provisión alguna para la cobertura de sus pérdidas.

## 26. 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)

Clases de cuentas	2001	2000
<b>Cuentas de revalorización pre-sistema</b>	<b>3.879,02</b>	<b>4.137,23</b>
Por diferencias de tipo de cambio	980,19	1.177,74
Por diferencias de precio	2.898,83	2.959,49
<i>Oro</i>	<i>2.565,53</i>	<i>2.565,67</i>
<i>Valores en moneda extranjera</i>	<i>11,55</i>	<i>41,48</i>
<i>Deuda pública anotada</i>	<i>321,75</i>	<i>352,34</i>
<b>Cuentas de revalorización ordinaria</b>	<b>6.788,54</b>	<b>5.931,39</b>
Por diferencias de tipo de cambio	4.949,37	4.536,43
Por diferencias de precio	1.839,17	1.394,96
<i>Oro</i>	<i>1.154,81</i>	<i>784,95</i>
<i>Valores en moneda extranjera</i>	<i>588,42</i>	<i>570,76</i>
<i>Deuda pública anotada</i>	<i>95,94</i>	<i>39,25</i>
<b>TOTAL</b>	<b>10.667,56</b>	<b>10.068,62</b>

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 258,21 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 2001		Total
	Por materialización de plusvalías en ventas y amortizaciones	Por compensación de minusvalías latentes	
Por diferencias de tipo de cambio	197,55	—	197,55
Por diferencias de precio	60,66	—	60,66
<i>Oro</i>	<i>0,14</i>	<i>—</i>	<i>0,14</i>
<i>Valores en moneda extranjera</i>	<i>29,93</i>	<i>—</i>	<i>29,93</i>
<i>Deuda pública anotada</i>	<i>30,59</i>	<i>—</i>	<i>30,59</i>
<b>TOTAL</b>	<b>258,21</b>	<b>—</b>	<b>258,21</b>

Por lo que respecta a las cuentas de revalorización ordinaria, que han experimentado un in-



cremento de 857,15 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	412,94
Por diferencias de precio	444,21
<i>Oro</i>	<i>369,85</i>
<i>Valores en moneda extranjera</i>	<i>17,66</i>
<i>Deuda pública anotada</i>	<i>56,70</i>
<b>TOTAL</b>	<b>857,15</b>

## 27. 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.

## 28. 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.

## 29. Beneficios del ejercicio

Los beneficios netos del ejercicio, una vez deducida la dotación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales (9,61 millones de euros), han ascendido a 4.793,49 millones de euros, inferiores en un 16,8% a los de 2000. Del citado importe, 2.258,36 millones, fueron ingresados al Tesoro el 2.11.01, 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 2000:

- El día 1.02.01, 2.303,91 millones de euros, hasta alcanzar el 90% de los beneficios de 2000, que ascendieron a 5.758,70 millones de euros.
- El día 10.08.01, una vez aprobado por el Consejo de Ministros el Balance y Cuenta de Resultados del año 2000, 575,87 millones de euros, como importe restante de los beneficios de dicho ejercicio.

El detalle de los diferentes componentes que integran los beneficios de 2001 figura en el apartado II.3, siguiente, relativo a la Cuenta de Resultados.

## II.3. NOTAS EXPLICATIVAS A LA CUENTA DE RESULTADOS

### I. Ingresos por intereses (7)

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	
	2001	2000	2001	2000	2001	2000
Valores	1.659,58	1.999,66	175,04	170,74	1.834,62	2.170,40
Otros activos	183,94	224,88	1.992,04	2.153,90	2.175,98	2.378,78
<b>TOTAL</b>	<b>1.843,52</b>	<b>2.224,54</b>	<b>2.167,08</b>	<b>2.324,64</b>	<b>4.010,60</b>	<b>4.549,18</b>

Por lo que respecta a los intereses de las inversiones en moneda extranjera, 1.843,52 millones de euros, su mayor parte (1.692,14 millones, equivalente al 91,78%) proceden de inversiones denominadas en dólares USA en las que se ha mantenido un saldo medio de 26.264,40 millones de dólares con una rentabilidad media del 5,6%. A su vez, la mayor parte de los mencionados intereses de las inversiones en dólares, 1.643,42 millones de euros, corresponden a inversiones en valores de renta fija denominados en dicha divisa. El resto de intereses, 151,38 millones de euros, se han originado por inversiones mucho menos relevantes en DEG, dólares canadienses, etc.

La disminución de los ingresos en dólares USA, respecto al año 2000, se ha debido, fundamentalmente, a la disminución de la inversión media en valores de renta fija, que pasó de 27.451,68 millones de dólares en 2000 a 24.903,44 millones de dólares en 2001, y a una rentabilidad media inferior (6,3% en 2000 y 5,7% en 2001).

En relación con los intereses de las inversiones en euros (2.167,08 millones), cabe señalar que provienen de los siguientes activos:

(7) Las cifras correspondientes a ingresos y gastos por intereses del ejercicio anterior han sido clasificadas con el mismo criterio utilizado en 2001 para registrar los intereses negativos de las operaciones a plazo y swaps en divisas como un gasto financiero.

(En millones de euros y %)

Activos	Inversión media	Intereses	Rentabilidad media en 2001
Créditos a entidades por operaciones de política monetaria	13.709,67	610,87	4,4 %
Saldo neto frente a los bancos centrales de la Unión Europea	27.457,90	1.209,68	4,4 %
Activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE	4.446,75	165,74	3,7 %
Cartera de deuda anotada	3.545,74	175,04	4,9 %
Otros	—	5,75	—
<b>TOTAL</b>	<b>49.160,06</b>	<b>2.167,08</b>	<b>4,3 %</b>

La disminución de los ingresos por intereses denominados en euros se ha producido por la reducción de la inversión media (56.054,04 millones en 2000), compensada, en parte, por un ligero incremento de la rentabilidad media, que pasó del 4,1% al 4,3%.

## 2. Gastos por intereses

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

(En millones de euros y %)

	Financiación media	Gastos por intereses		Coste medio en 2001
		2001	2000	
Remuneración de las reservas mínimas	10.401,04	452,47	369,55	4,3%
Depósitos de Administraciones Públicas	10.716,31	456,31	407,91	4,3%
Certificados emitidos por el Banco de España	—	—	99,44	—
Pasivos en moneda extranjera	652,45	29,49	41,09	4,5%
Otros pasivos en euros y moneda extranjera	—	27,80	10,15	—
<b>TOTAL</b>		<b>966,07</b>	<b>928,14</b>	

El incremento del gasto frente al ejercicio anterior, 37,93 millones de euros, se ha debido, sobre todo, al aumento del coste medio de la financiación recibida, así como al incremento del saldo medio de las reservas mínimas y de los depósitos mantenidos por la Seguridad Social, compensado en parte con los menores intereses por el traspaso de saldos de las cuentas del Tesoro a las entidades de crédito, desde febrero, y la desaparición de los Certificados del Banco de España, en septiembre de 2000.

## 3. Ganancias-pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras

Recoge los resultados producidos en la compraventa de activos financieros. En el ejercicio de 2001 han ascendido a 2.048,07 millones de euros, procedentes, fundamentalmente, de las siguientes fuentes:

— Las ganancias por tipo de cambio en venta de divisas se elevan a 1.656,05 millones de euros, de los cuales 252,07 millones corresponden a la realización de plusvalías latentes que ya existían el 31.12.1998 y el resto, 1.403,98 millones, a la de las correspondientes al ejercicio.

De los mencionados 1.656,05 millones, 1.383,01 millones (el 83,5%) proceden de la venta de dólares USA. El resto de ganancias corresponde, fundamentalmente, a la venta neta de dólares canadienses (200,55), DEG (73,90) y otras divisas (–1,41).

— Las ganancias netas por precio, derivadas de la compraventa de valores extranjeros, importan 389,83 millones de euros, correspondiendo la mayor parte (376,80) a la venta de valores denominados en dólares USA.

Del total de 389,83 millones, 29,92 millones corresponden a la realización de plusvalías latentes existentes a 31 de diciembre de 1998, y el resto, 359,91 millones, a las plusvalías puestas de manifiesto y realizadas en el presente ejercicio.

Con respecto al ejercicio anterior, las ganancias netas en estas operaciones han experimentado una disminución de 446,6 millones de euros, debido, esencialmente, a la disminución del beneficio por tipo de cambio compensada, en parte, por el aumento de los beneficios por precio.

— La disminución del beneficio por tipo de cambio de 750,94 millones ha sido ocasionada, fundamentalmente, por la reducción en el volumen de ventas de dólares USA, con un efecto negativo en el resultado de 894,55 millones de euros, compensado, en parte, por los mayores beneficios obtenidos en la venta de dólares canadienses (198,99 millones de euros). El resto de la disminución producida (55,38 millones) se ha debido, principalmente, a la evolución del tipo de cambio del euro frente al dólar USA y al DEG.

— El incremento del beneficio por precio de 296,26 millones se ha producido, básicamente, en las ventas de valores de renta fija en dólares, debido al aumento en el precio de mercado de los valores.

## 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 99,99% de los 85,16 millones de euros de este epígrafe corresponde a la depreciación registrada en los valores de renta fija denominados en dólares USA, desde mediados de noviembre. Su importe es superior en 78,16 millones de euros al ejercicio anterior.

## 5. Ingreso neto por honorarios comisiones

Recoge, fundamentalmente, ingresos y gastos derivados de comisiones por servicios bancarios y similares (transferencias, gestión de cheques, custodia y administración de valores, servicio telefónico en operaciones con valores, etc.). Su detalle es el siguiente:

(En millones de euros)

	Ingresos		Gastos	
	2001	2000	2001	2000
Operaciones exteriores	0,56	4,07	-1,17	-1,15
Operaciones interiores	13,35	11,96	-0,49	-0,31
<b>TOTAL</b>	<b>13,91</b>	<b>16,03</b>	<b>-1,66</b>	<b>-1,46</b>

La única variación relevante frente al ejercicio 2000 ha sido la reducción producida en las comisiones percibidas por operaciones exteriores, debido al ingreso producido en el ejercicio anterior por la garantía prestada por el Banco de España sobre un crédito concedido por el Banco de Pagos Internacionales de Basilea a Brasil.

## 6. Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones

Recoge principalmente la participación del Banco de España en los beneficios obtenidos por el BCE. Adicionalmente, recoge los dividendos procedentes de la participación del Banco de España en el Banco de Pagos Internacionales de Basilea.

Del importe total registrado, 181,27 millones de euros, 179,37 millones corresponden al reparto del beneficio del BCE del ejercicio 2000, abonado en 2001.

## 7. Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios

De acuerdo con el artículo 32.5 de los Estatutos del SEBC/BCE, los ingresos monetarios de los ban-

cos centrales nacionales, procedentes de la gestión de la política monetaria, se asignarán 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 dichos ingresos monetarios para el período 1999 a 2001 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 los ingresos monetarios para el ejercicio 2001.

(En millones de euros)

Conceptos	Diciembre 2001
Aportaciones de ingresos monetarios al Eurosistema	-1,67
Reasignación de ingresos monetarios al Banco de España	3,69
<b>Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios</b>	<b>2,02</b>

A este respecto, hay que señalar que, al haberse producido beneficios en el BCE en el año 2001, no ha sido necesario aplicar ingresos monetarios para la cobertura de pérdidas del BCE.

## 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	2001	2000
Resultados por venta de deuda pública anotada	—	—
Beneficios pre-sistema de deuda pública anotada	30,59	17,69
Resultados extraordinarios	43,20	22,45
Diversos	1,23	1,09
<b>TOTAL</b>	<b>75,02</b>	<b>41,23</b>

La existencia de beneficios pre-sistema de la deuda pública anotada procede de las plusvalías correspondientes a la deuda amortizada en el ejercicio.

Dentro de los resultados extraordinarios netos (43,20 millones), cabe destacar las siguientes partidas:

- Beneficios por importe de 53,16 millones de euros, producidos fundamentalmente por el cobro a la Seguridad Social de intereses devengados en ejercicios anteriores (50,19 millones).
- Quebrantos producidos por la retirada de billetes de la circulación (4,44 millones) y por el incremento de la provisión para la cobertura de los Socorros por fallecimiento y jubilación establecida en el artículo 190 del Reglamento de Trabajo del Banco (3,72 millones).

Frente al ejercicio de 2000, los resultados extraordinarios aumentan en 20,75 millones, debido, sobre todo, a los menores quebrantos por dotaciones especiales, 94,82 millones (fundamentalmente la aportación extraordinaria al Plan de Pensiones de los empleados del Banco por servicios pasados y de la constitución de la provisión citada en el párrafo anterior, ambas en el ejercicio 2000), compensados, parcialmente, por los ingresos extraordinarios recibidos en 2000 del FMI (–34,78 millones) y el canje de más billetes retirados de la circulación en 2001 (–42,11 millones).

## 9. Gastos de personal

Esta partida, que asciende a 182,59 millones de euros, incluye salarios y otros emolumentos del personal del Banco (132,58 millones); cuotas a la Seguridad Social (31,56 millones), gastos de carácter social (15,97 millones) y aportaciones al Plan de Pensiones (2,48 millones).

## 10. Gastos en bienes y servicios (8)

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 26,94 millones de euros, y los gastos en inmuebles —dentro de los que destacan los de su mantenimiento—, que ascendieron a 13,65 millones de euros.

(8) 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.

Su detalle es el siguiente:

(En millones de euros)

Descripción	2001	2000
Gastos de oficina	–26,94	–20,63
Gastos de inmuebles	–13,65	–12,66
Transportes y comunicaciones	–4,82	–4,65
Vigilancia y seguridad	–5,52	–5,18
Gastos de formación y becas	–1,68	–1,32
Gastos diversos de funcionamiento	–13,54	–6,73
Tributos	–0,81	–0,80
<b>TOTAL</b>	<b>–66,96</b>	<b>–51,97</b>

## 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	2001	2000
Amortizaciones de inmuebles	–8,78	–8,85
Amortización de elementos de transporte	–0,12	–0,09
Amortización de muebles y equipo de oficina	–7,30	–5,69
Amortización de aplicaciones informáticas	–2,28	–1,78
Otros gastos amortizables	–0,02	–0,19
<b>TOTAL</b>	<b>–18,50</b>	<b>–16,60</b>

## 12. Costes de producción de billetes

Su importe (166,97 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 (98,84 millones de euros) se ha debido al mayor volumen de billetes denominados en euros suministrados por la FNMT, al mayor coste unitario de los billetes de 10, 200 y 500 euros y a la compra de billetes por importe de 9,85 millones de euros de la reserva para contingencias creada por el BCE.

## 13. Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones

Con un importe de 48,06 millones de euros, incluye, fundamentalmente, los gastos derivados de los compromisos de pago con la Mutualidad de Empleados del Banco de España (41,74 millones de euros), la reducción de la provisión por riesgo-país para la cobertura, al 100%, de los créditos concedidos a través del Convenio Bilateral con Cuba (–5,11 millones de euros) y la aportación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales (9,61 millones).

#### 14. Beneficio del ejercicio

Con el detalle y por las causas señaladas en las notas anteriores, el beneficio del ejercicio 2001 ha ascendido a 4.793,49 millones de euros, un 16,8% inferior al del ejercicio precedente.

Como se detalla en el cuadro siguiente, del citado importe, y en aplicación del Real Decreto 1746/1999, con fecha 1.02.02, se han ingresado al Tesoro 2.055,78 millones de euros, correspondientes al importe necesario para alcanzar, considerando el anticipo efectuado, el 2.11.01, de 2.258,36 millones, el 90% de los beneficios del Banco al 31.12.01.

(En millones de euros)

1. Beneficios del ejercicio de 2001	4.793,49
2. Ingresos efectuados al Tesoro:	
— el 2.11.2000, por el 70% de los beneficios a 30.9.2001	2.258,36
— el 1.2.2001, por la diferencia con el importe anterior para alcanzar el 90% de los beneficios a 31.12.2001	2.055,78
3. Beneficios pendientes de ingreso, en su caso, al Tesoro (9)	479,35
<b>TOTAL (2 + 3)</b>	<b>4.793,49</b>

### 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

(9) Una vez aprobadas por el Gobierno las cuentas anuales de este ejercicio 2001, se efectuará el ingreso al Tesoro del importe restante que proceda.

el año 2001 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 2001, con tipos de interés inferiores a los utilizados como referencia, con objeto de estimar el lucro cesante del ejercicio, en virtud de lo establecido en el art. 4.2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.

(En millones de euros y %)

<b>Saldos medios de los créditos vivos durante 2001, cuyos tipos han resultado inferiores a los de referencia</b>				
Título	Saldo medio estimado en 2001	Tipo de interés percibido (%)	Tipo de interés de referencia (%)	Lucro cesante estimado
Endeudamiento neto del Estado	7.469,03	0,00	4,32	322,66
Créditos a la Seguridad Social	1.662,65	0,00	4,32	71,83
Préstamos vivienda y anticipos a empleados	<b>129,62</b>	<b>1,96</b>	<b>4,32</b>	<b>3,06</b>
Préstamos vivienda	110,58	2,30	4,32	2,24
Anticipos reintegrables	19,04	0,00	4,32	0,82
<b>TOTALES</b>	<b>9.261,30</b>	<b>0,03</b>	<b>4,32</b>	<b>397,55</b>

En el epígrafe «Endeudamiento neto del Estado» se incluye el saldo medio anual, en base diaria, de los créditos singulares otorgados al Estado antes de 1994 y de los depósitos mantenidos por el Tesoro en el Banco de España cuando arroja un saldo neto a favor de esta entidad.

En cuanto a los créditos a la Seguridad Social, la disposición transitoria sexta de la Ley 41/1994, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1995, al establecer las condiciones de amortización de determinados créditos a la Seguridad Social, estableció que «los citados créditos no devengarán interés alguno a partir del 1 de enero de 1995».

Finalmente, los préstamos de vivienda y anticipos a los empleados corresponden a los concedidos en virtud de los convenios colectivos firmados por el Banco de España con los mismos.

El tipo de referencia utilizado para estimar el lucro cesante ha sido la media mensual del tipo de interés de las operaciones principales de financiación durante el ejercicio.

## I. INFORME DE LOS AUDITORES EXTERNOS



Paseo de la Castellana, 43  
28046 Madrid  
Tel. +34 915 684 400  
Fax +34 913 083 566

## INFORME DE AUDITORIA DE CUENTAS ANUALES

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 2001, la cuenta de resultados y la memoria correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha, cuya formulación es responsabilidad del Consejo de Gobierno del Banco. Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las citadas cuentas anuales en su conjunto, basada en el trabajo realizado de acuerdo con las normas de auditoría generalmente aceptadas, que requieren el examen, mediante la realización de pruebas selectivas, de la evidencia justificativa de las cuentas anuales y la evaluación de su presentación, de los principios contables aplicados y de las estimaciones realizadas.

Las cuentas anuales adjuntas presentan, a efectos comparativos, con cada una de las partidas del balance y de la cuenta de resultados, además de las cifras del ejercicio 2001, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere exclusivamente a las cuentas anuales del ejercicio 2001. Con fecha 31 de mayo de 2001 emitimos nuestro informe de auditoría acerca de las cuentas anuales del ejercicio 2000 en el que expresamos una opinión favorable.

En nuestra opinión, las cuentas anuales del ejercicio 2001 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 2001 y de los resultados de sus operaciones durante el ejercicio anual terminado en dicha fecha y contienen la información necesaria y suficiente para su interpretación y comprensión adecuada, de conformidad con los principios y normas contables que se indican en el apartado II.1 de la memoria, basados en la normativa contable establecida para los bancos centrales miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales, que guardan uniformidad con los aplicados en el ejercicio anterior.

PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L.

José Wahnón Levy  
Socio

3 de junio de 2002

## 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 2001.

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 2001, elaboradas por el Departamento de Régimen Interior del Banco de España; 2) Estudio de la auditoría del Ba-

lance y de la Cuenta de Resultados del Banco de España correspondientes a 2001, realizada por su Auditoría Interna; 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 2001 reflejan fielmente el patrimonio y la situación económica y financiera del Banco de España.

Madrid, a 31 de mayo de 2002.

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 2001 y los primeros tres meses del año 2002.

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 mis-

mo modo, para facilitar la plena comprensión de la regulación de algún asunto, cuando se comentan dos o más normas del mismo rango publicadas en diferentes momentos a lo largo del año, se lleva a cabo una agrupación de todas ellas en el apartado correspondiente a la norma más antigua. Estas disposiciones han sido comentadas ampliamente en los artículos trimestrales sobre regulación financiera que se publican en el *Boletín económico* del BE.

En segundo lugar, se ofrece un catálogo sistemático de materias cuya normativa ha sido objeto de modificaciones desde enero de 2001, especificando el mes de la fecha de la norma y el mes en que se publicó el *Boletín económico* trimestral donde fueron analizadas.

24.04.2002.



## I. PRINCIPALES NORMAS RELATIVAS AL SISTEMA FINANCIERO ADOPTADAS DESDE ENERO DE 2001 A MARZO DE 2002

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 <i>sistema de subasta</i> 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 anotada 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 <i>OM de 19 de mayo de 1987</i>, por la que se desarrolla el <i>RD 505/1987, de 3 de abril</i>, por el que se dispuso la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para</p>

2001	
FEBRERO	<p>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 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><b>MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.</b>—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"> <li>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.</li> <li>2. Instituciones de inversión colectiva de fondos: se caracterizan por invertir mayoritariamente su activo en acciones o participaciones de varias IIC de carácter financiero.</li> <li>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.</li> <li>4. Instituciones de inversión colectiva subordinadas: a diferencia de las IIC especializada 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.</li> </ol>

2001	
	<p>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.</p> <p>Respecto a los depositarios, el RD citado rebaja del 4 por mil al 2 por mil 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	<p><b>MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE LA CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS.</b>—La CBE 1/2001, de 30 de marzo (BOE del 18 de abril), adaptó a euros la unidad de cuenta en la que se expresan los importes que se declaran a la Central de Información de Riesgos (en adelante, CIR), modificando ligeramente los umbrales de declaración de riesgos. Además, se han introducido ligeras modificaciones en la CBE 3/1995, de 25 de septiembre, para precisar determinados aspectos que no estaban suficientemente claros. En este sentido, los riesgos declarables se expresaban en millones de pesetas, redondeados al alza a la unidad de millón más próxima. Este redondeo no se aplicaba a los riesgos menores de un millón de pesetas, que no eran declarables. Ahora, se expresarán en miles de euros, aproximados al alza a la unidad de millar más próxima, no aplicándose a los riesgos menores de seis mil euros, que no serán declarables. Por otro lado, se sustituyen todas las cantidades expresadas en pesetas por un importe similar expresado en euros. Además, antes, los riesgos directos con los titulares residentes se declaraban cuando su importe era igual o superior a un millón de pesetas en el conjunto de negocios en España o a diez millones de pesetas en el de cualquier país, mientras que ahora, ambos importes son sustituidos por 6.000 euros y 60.000 euros, respectivamente. Del mismo modo, respecto a los riesgos directos o indirectos con titulares no residentes, la cantidad de 50 millones de pesetas a partir de la cual era obligatorio declarar, ahora se sustituye por 300.000 euros.</p> <p><b>REGULACIÓN SOBRE EL MERCADO DE VALORES NEGOCIABLES EN LA UNIÓN EUROPEA.</b>—El Consejo Europeo, reunido en Estocolmo el pasado mes de marzo, dictó la <i>Resolución de 23 de marzo de 2001, sobre una regulación más eficaz del mercado de valores negociables en la Unión Europea</i>, incorporando el informe del Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados europeos de valores negociables, y reconociendo la necesidad de una mayor convergencia de las prácticas de supervisión y las normas reguladoras, con el objetivo de lograr un mercado integrado de valores negociables a finales del año 2003.</p> <p>El enfoque del informe del Comité de Sabios se basa en cuatro niveles: principios marco (nivel 1), medidas de ejecución (nivel 2), cooperación (nivel 3) y puesta en práctica (nivel 4), con el fin de lograr que el proceso regulador relativo a la legislación de la Unión Europea sobre valores negociables sea más eficaz y transparente.</p> <p>En dicho informe se prevé el establecimiento de un Comité de valores negociables compuesto por altos funcionarios de los Estados miembros y presidido por la Comisión Europea (en adelante, la Comisión). Dicho Comité ejercería, por un lado, funciones consultivas sobre cuestiones de orientación general y, en particular, respecto al tipo de medidas que la Comisión pueda proponer en el nivel 1. Por otro, funcionaría como comité de regulación, asistiendo a la Comisión cuando tome</p>

2001	
	<p>decisiones sobre medidas de ejecución sobre mercados de valores negociables con arreglo al Tratado de la CE.</p> <p>También se prevé la creación de un Comité de reguladores independientes, que debería estar presidido por un representante de una autoridad nacional de supervisión. Cada Estado miembro designará a un representante de alto nivel de sus autoridades competentes en materia de valores negociables para que participe en las reuniones del Comité de reguladores. Dicho Comité actuará como grupo consultivo para asistir a la Comisión para la preparación de los proyectos de medidas de ejecución (nivel 2).</p> <p>Los reguladores nacionales de los Estados miembros y el Comité de reguladores deberán desempeñar también un papel importante en el proceso de incorporación de las disposiciones a las legislaciones nacionales (nivel 3), garantizando una cooperación más eficaz entre las autoridades de supervisión, llevando a cabo evaluaciones a niveles equivalentes y fomentando las mejores prácticas, para lograr una aplicación rápida y coherente de la legislación comunitaria en los Estados miembros. Finalmente, en el nivel 4 se prevé que la Comisión y los Estados miembros refuercen la puesta en práctica de la legislación comunitaria.</p> <p>La nueva estructura reguladora debería poder entrar en funcionamiento a principios del año 2002, y en el transcurso del año 2004 deberá llevarse a cabo un examen completo y abierto de la misma.</p>
ABRIL	<p><b>FOLLETOS EXPLICATIVOS, INFORMES TRIMESTRALES Y OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.</b>—La OM de 12 de julio de 1993 estableció los modelos de folletos explicativos que las IIC debían presentar para su verificación previa y para su registro en la CNMV, con ocasión de operaciones de emisión y oferta públicas de venta de valores, de admisión a negociación bursátil y de comercialización de estas instituciones, que simplificó la OM de 1 de octubre de 1998. Recientemente, la OM de 18 de abril de 2001 (BOE del 26), sobre folletos explicativos, informes trimestrales y obligaciones de información de las IIC, avanzó en esa línea de simplificación y homogeneización de los documentos, con objeto de facilitar su uso por los inversores y agilizar su verificación y registro. En primer lugar, se prevé, por parte de la CNMV, la elaboración de folletos con un formato más acorde con las necesidades reales de los inversores. Por un lado, se modifica la concepción del folleto explicativo reducido que ahora pasa a denominarse folleto explicativo simplificado. Este folleto formará parte integrante y extraíble del folleto completo, y contendrá los elementos esenciales de este que permitan al inversor una comprensión suficiente y precisa del producto que se le ofrece. Por otro lado, se extiende el uso de folletos simplificados, hasta ahora solo autorizados para los fondos, a las sociedades de inversión.</p> <p>En segundo lugar, se establece la utilización del sistema CIFRADO/CNMV, de cifrado y firma electrónica, para la remisión de información a los efectos de la verificación y actualización de los folletos de las IIC. Este sistema consiste en la transmisión de informaciones entre las entidades supervisadas y la CNMV por medios telemáticos con cifrado y firma electrónica, lo que garantiza la confidencialidad y seguridad de la comunicación. En cuanto a los informes trimestrales de las IIC, tal como estaba previsto en la OM de 1 de octubre de 1998, las sociedades gestoras podrán elaborar el informe trimestral de los fondos de inversión de carácter financiero en un doble formato, completo y simplificado. La remisión de estos documentos se realizará por vía telemática con los requisitos técnicos que la CNMV determine. Al igual que los folletos, solo podrán presentarse por vía distinta cuando lo autorice la CNMV, previa solicitud justificada.</p> <p>Finalmente, se mantienen las obligaciones de información a socios y partícipes. Así, las sociedades gestoras deberán entregar, como mínimo, a los inversores, con carácter previo a la primera suscripción, el folleto simplificado, el informe trimestral simplificado de los fondos de inversión y la última memoria anual. Asimismo, los partícipes tendrán derecho a obtener, con carácter gratuito, la versión completa del folleto e informe trimestral.</p> <p><b>DIRECTIVA EUROPEA RELATIVA AL SANEAMIENTO Y A LA LIQUIDACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.</b>—La Directiva 94/19/CE, de 30 de mayo, relativa a los sistemas de garantía de depósitos, estableció el principio de adhesión obligatoria de las entidades de crédito a un sistema de garantía del Estado miembro de origen, estableciendo un nivel mínimo armonizado de garantía, independientemente del país de la UE en que estén domiciliadas dichas entidades. No obstante, la situa-</p>

2001	
	<p>ción que puede producirse en caso de dificultades de una entidad de crédito que tenga sucursales en otros Estados miembros evidencia la necesidad de un reconocimiento mutuo de las medidas de saneamiento y, en su caso, de los procedimientos de liquidación de las entidades de crédito. Con esa iniciativa, se publicó la <i>Directiva 2001/24/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de abril (DOCE del 5 de mayo)</i>, relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito. En particular, se establece la armonización de un conjunto de medidas de saneamiento encaminadas a preservar o restablecer la situación financiera de una entidad de crédito manteniendo los derechos preexistentes de terceras partes. Entre los aspectos más significativos de la directiva se resalta que la adopción de medidas de saneamiento o la incoación de un procedimiento de liquidación no afectará a los derechos reales de los acreedores o de terceros sobre los bienes, materiales o inmateriales, pertenecientes a la entidad de crédito y que estén situados dentro del territorio de otro Estado miembro en el momento de la adopción de dichas medidas o la incoación de dicho procedimiento.</p> <p>Las autoridades administrativas o judiciales del Estado miembro de origen serán las únicas competentes para decidir sobre la aplicación de determinadas medidas de saneamiento en una entidad de crédito, incluidas las sucursales establecidas en otros Estados miembros. Dichas autoridades tendrán la obligación de informar sin demora a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida de su decisión de adoptar cualquier medida de saneamiento. Si, a la vista de ello, las autoridades de acogida consideran necesario aplicar en su territorio una o varias medidas de saneamiento, tendrán la obligación de informar de ello a las autoridades competentes del Estado miembro de origen, esforzándose ambas por coordinar sus actuaciones. Por otro lado, la entidad de crédito se liquidará de conformidad con lo dispuesto en las leyes, reglamentos y procedimientos aplicables en el Estado miembro de origen, que deberá determinar, entre otros, los siguientes aspectos: los bienes que son objeto de liquidación; las facultades respectivas de la entidad de crédito y del liquidador; las condiciones de oponibilidad de una compensación; los efectos del procedimiento de liquidación sobre los contratos vigentes en los que la entidad de crédito sea parte; los créditos que deban cargarse al pasivo de la entidad de crédito y la suerte de los créditos nacidos después de incoado el procedimiento de liquidación; las normas de reparto del producto de la realización de los bienes; la prelación de los créditos, y los derechos de los acreedores que hayan sido parcialmente satisfechos después de la incoación del procedimiento de liquidación en virtud de un derecho real o por el efecto de una compensación.</p> <p>Finalmente, los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en esta Directiva antes del 5 de mayo de 2004.</p> <p><b>MAYO</b>      <b>PROCEDIMIENTOS APLICABLES PARA LAS DECLARACIONES DE INVERSIONES EXTERIORES Y SU LIQUIDACIÓN.</b>—El RD 664/1999, de 23 de abril, sobre inversiones exteriores, liberalizó tanto las inversiones extranjeras en España como las españolas en el exterior, así como los pagos entre Estados miembros y entre estos y terceros países. La principal novedad de este Real Decreto fue el establecimiento de un trámite administrativo de declaración general ex post de las inversiones, con una finalidad administrativa, económica y estadística, suprimiéndose los procedimientos de verificación y autorización previos, facultando al Ministro de Economía para desarrollar los procedimientos aplicables a la tramitación y al registro de las operaciones incluidas en esta norma. En uso de esa habilitación, se publicó la <i>OM de 28 de mayo de 2001 (BOE del 5 de junio)</i>, por la que se establecen los procedimientos aplicables para las declaraciones de inversiones exteriores y su liquidación, así como los procedimientos para la presentación de las memorias anuales relativas al desarrollo de las inversiones exteriores. Asimismo, teniendo en cuenta que, dentro de las inversiones exteriores, la mayoría de las realizadas en valores negociables requieren, por sus características específicas, unos procedimientos de declaración diferentes a las demás y que el sujeto obligado a declararlas, generalmente, es el intermediario financiero que adquiere esos valores por cuenta del inversor, se ha considerado oportuno que sea objeto de tratamiento en una disposición independiente. Por este motivo, se publicó la <i>Resolución de 31 de mayo de 2001, de la Dirección General de Comercio e Inversiones (BOE del 13 de junio)</i>, por la que se dictan instrucciones para la presentación por los intermediarios financieros de las declaraciones de las inversiones extranjeras en valores negociables cotizados en mercados españoles y de las inversiones españolas en valores negociables cotizados en mercados extranjeros.</p> <p>Por último, cabe reseñar que se aprovecha el texto de la Orden de mayo de 2001 para modificar la OM de 16 de noviembre de 2000, de desarrollo de la Ley 9/1999, de 12 de abril, por la que se regula el</p>

régimen jurídico de las transferencias entre Estados miembros de la Unión Europea, así como otras disposiciones en materia de gestión de transferencias en general.

**LUCHA CONTRA EL FRAUDE Y LA FALSIFICACIÓN DE MEDIOS DE PAGO DISTINTOS DEL EFECTIVO.**—Se publicó la *Decisión Marco del Consejo de la Unión Europea de 28 de mayo de 2001, sobre la lucha contra el fraude y la falsificación de medios de pago distintos del efectivo* (DOCE del 2 de junio), que plantea una política común en la Unión Europea que cubra tanto aspectos preventivos como represivos del problema. En concreto, la Decisión Marco contempla los delitos relacionados con instrumentos de pago materiales, con equipos informáticos y, finalmente, los delitos relacionados con dispositivos electrónicos especialmente adaptados.

En este sentido, se establece que cada Estado miembro deberá adoptar las medidas necesarias para garantizar que determinadas conductas sean delitos penales, cuando se produzcan de forma deliberada, en los siguientes casos: a) relacionados con instrumentos de pago materiales: el robo o apropiación indebida; la falsificación o manipulación para su utilización fraudulenta, y el recibo, obtención, transporte, venta o transferencia a un tercero de instrumentos de pago que hayan sido falsificados o manipulados para su uso fraudulento; b) en relación con equipos informáticos: la realización o provocación de una transferencia de dinero que cause una pérdida no autorizada de propiedad a otra persona mediante la introducción, alteración, borrado o supresión indebidos de datos informáticos o la interferencia indebida en el funcionamiento de un programa o sistema informático, y c) en lo referente a dispositivos electrónicos especialmente adaptados: la fabricación, el recibo, la obtención, la venta y la transferencia fraudulenta a un tercero o la posesión de instrumentos, objetos, programas informáticos y cualquier otro medio destinado a la falsificación o manipulación de instrumentos de pago para su utilización fraudulenta.

Por otro lado, se deberán adoptar medidas para garantizar que a las conductas anteriores les sean impuestas sanciones penales efectivas, proporcionadas y disuasorias, entre las que figuren, al menos en los casos graves, penas de privación de libertad que puedan dar lugar a extradición.

**EXIGENCIAS DE INFORMACIÓN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO EN MATERIA DE ESTADÍSTICAS.**—El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) requiere, para el desempeño de sus funciones, la elaboración de estadísticas fiables y completas de la balanza de pagos de carácter mensual, trimestral y anual, estadísticas mensuales que muestren el saldo de activos de reserva, y la estadística anual de la posición de inversión internacional, que muestre las principales rúbricas que afectan a las condiciones monetarias y a los mercados de divisas en los Estados miembros participantes, considerados como un territorio económico único. A tales efectos, se publicó la *Recomendación del Banco Central Europeo, de 11 de mayo de 2001* (DOCE del 21 de junio), sobre las exigencias de información del Banco Central Europeo en materia de estadísticas de balanza de pagos, planilla de reservas internacionales y estadísticas de posición de inversión internacional. En este sentido, los BCN facilitarán al BCE los datos sobre las transacciones transfronterizas, saldo de activos de reserva, otros activos en moneda extranjera y pasivos relacionados con las reservas y posiciones transfronterizas que el BCE requiera para elaborar la balanza de pagos agregada, la planilla de reservas internacionales y la posición de inversión internacional del territorio económico de los Estados miembros participantes, en los plazos establecidos en los anejos de la citada Recomendación.

**COORDINACIÓN DE LAS CONDICIONES DE ADMISIÓN DE VALORES NEGOCIABLES A COTIZACIÓN OFICIAL EN LA UNIÓN EUROPEA.**—A lo largo de estos años, la coordinación de las condiciones de admisión de valores negociables a cotización oficial en el ámbito comunitario ha sido modificada, en diversas ocasiones, de forma sustancial. Por lo tanto, conviene, en aras de una mayor claridad y racionalidad, proceder a la codificación de dichas directivas reagrupándolas en un texto único, lo que se llevó a efecto mediante la *Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE, de 28 de mayo* (DOCE del 6 de julio), sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores.

La Directiva se estructura en varios títulos, capítulos y secciones. Así, en primer lugar, se recogen las definiciones y el ámbito de aplicación; en segundo lugar, se detallan las disposiciones generales relativas a la cotización oficial de valores negociables; en tercer lugar, se establecen las condiciones especiales relativas a la cotización oficial de valores negociables y, en particular, el contenido del folleto de oferta pública elaborado para la admisión de los valores negociables a cotización oficial, y, por



2001	
	<p>último, se fijan las condiciones especiales para la admisión de obligaciones emitidas por un Estado o por sus entes públicos territoriales o por un organismo internacional de carácter público.</p> <p>Uno de los pilares fundamentales de la Directiva es el reconocimiento mutuo del folleto a publicar para la admisión de valores negociables a cotización oficial, ya que ello representa un paso importante hacia la realización del mercado interior comunitario. En este sentido, el folleto elaborado y aprobado con arreglo a esta norma deberá ser reconocido como folleto de oferta pública en los demás Estados miembros en los que se solicite la admisión a cotización oficial, sin que estos puedan exigir la inclusión en el folleto de informaciones complementarias.</p> <p>No obstante, dichas autoridades podrán exigir que se incluyan en el folleto informaciones específicas sobre el mercado del país de admisión, el régimen fiscal de los valores, los organismos que garantizan el servicio financiero del emisor en dicho país, así como la manera de publicar los anuncios destinados a los inversores.</p> <p>Finalmente, la Unión Europea podrá reconocer folletos de admisión elaborados y controlados por terceros países, en condiciones de reciprocidad, siempre que la normativa de dichos países garantice a los inversores una protección equivalente a la ofrecida en la normativa comunitaria.</p>
JUNIO	No hubo regulación financiera relevante.
JULIO	<p><b>DISTRIBUCIÓN ANTICIPADA DE BILLETES Y MONEDAS DENOMINADOS EN EUROS Y OTRAS NORMAS RELATIVAS A LA TRANSICIÓN AL EURO.</b>—La <i>OM de 20 de julio de 2001</i> (BOE del 21), sobre distribución anticipada de billetes y monedas denominados en euros, estableció la fecha de inicio de la citada predistribución a las entidades de crédito, así como los sujetos a los que estas entidades podrán entregar cantidades limitadas de billetes y monedas en euros con anterioridad al 1 de enero de 2002. La entrega de moneda metálica por el Tesoro, a través del Banco de España, y la entrega de billetes por este a las entidades de crédito establecidas en España comenzó el 1 de septiembre de 2001. Esta predistribución se desarrolló de acuerdo con los convenios de distribución anticipada de billetes y monedas que a tal efecto ha suscrito el Banco de España y las entidades de crédito. En ese sentido, el Banco de España, facultado por la citada Orden Ministerial, aprobó, mediante la <i>Resolución de 23 de julio de 2001</i> (BOE del 25), las cláusulas generales aplicables a la distribución anticipada de billetes y monedas denominados en euros. Los aspectos más relevantes de estas normas se comentan a continuación.</p> <p>El Banco de España debía entregar los billetes denominados en euros, desde el 1 de septiembre de 2001 hasta el 1 de enero de 2002, a las entidades de crédito establecidas en España que puedan ser contraparte de operaciones de política monetaria y hayan firmado el correspondiente convenio de distribución anticipada (en adelante, «las entidades receptoras») para su custodia y puesta en circulación a partir del 1 de enero de 2002. Hasta esa fecha, el Banco de España conservará la titularidad con pleno dominio de los billetes. Desde el momento en que se efectúe la recepción anticipada de los billetes y hasta el 1 de enero de 2002, las entidades receptoras estaban obligadas a guardar y custodiar los mismos, debiendo quedar asegurados adecuadamente los riesgos derivados de su daño, pérdida, robo, hurto, deterioro o menoscabo en general. Además, las entidades receptoras se obligan a no poner en circulación los billetes, a no proceder a su distribución generalizada y a no efectuar operaciones de canje con anterioridad al 1 de enero de 2002.</p> <p>A partir del 1 de enero de 2002, las entidades receptoras debían adquirir la titularidad de los billetes, debiendo satisfacer al Banco de España el valor facial de los mismos. A tal efecto, dichas entidades se obligaban a tener constituidas garantías, antes del cierre de operaciones a 31 de diciembre de 2001, a favor del Banco de España, que aseguren suficientemente esta obligación.</p> <p>En lo referente a las monedas denominadas en euros, el procedimiento y las garantías eran idénticos a los descritos con los billetes, salvo que la titularidad con pleno dominio corresponderá al Tesoro hasta el 1 de enero de 2001, si bien este organismo actuará a través del Banco de España.</p> <p>Finalmente, la Orden habilitaba al Tesoro para autorizar la subdistribución anticipada de billetes y monedas en euros a terceros distintos de la gran distribución comercial u otros operadores de monedas cuando las circunstancias lo aconsejen.</p>



En otro orden de cosas, cabe reseñar la publicación de la *OM de 16 de julio de 2001* (BOE del 19), por la que se estableció el abono en euros en los pagos de la Administración General del Estado, Organismos Autónomos y otros Organismos Públicos a partir del 15 de septiembre de 2001. Igualmente, a partir de dicha fecha se redenominaban en euros, de no estar ya redenominadas, las cuentas bancarias de las entidades públicas a través de las cuales se realicen los pagos en euros.

**DECLARACIÓN DE OPERACIONES Y SALDOS DE ACTIVOS Y PASIVOS EXTERIORES EN VALORES NEGOCIABLES.**—El BCE publicó la Orientación BCE/2000/4, de 11 de mayo, que especificaba la información que los BCN debían poner a disposición del BCE en el ámbito de las estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas exteriores. En concreto, establecía las exigencias de información que los BCN debían proporcionar sobre las inversiones de cartera y sus rentas.

Para cumplimentar los requisitos de la mencionada Orientación, el Banco de España publicó la *CBE 21/2001, de 18 de julio* (BOE del 2 de agosto), sobre declaración de operaciones y saldos de activos y pasivos exteriores en valores negociables, que establece un nuevo procedimiento para obtener información sobre este tipo de operaciones y, en concreto, calcular las inversiones de cartera y sus rentas. El ámbito de aplicación de esta Circular abarca a las siguientes entidades (en adelante, las entidades sujetas): los bancos, las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito residentes; aquellas otras entidades de crédito y financieras residentes inscritas en los registros oficiales del Banco de España o de la CNMV que actúen como entidades depositarias o liquidadores en los mercados organizados de valores negociables; las que mantengan activos en forma de valores negociables depositados en entidades no residentes, aunque no actúen como entidades depositarias o liquidadoras; y las sociedades gestoras de fondos de inversión, por lo que se refiere a las participaciones de no residentes en fondos de inversión españoles, y las demás personas físicas y jurídicas residentes que mantengan activos en forma de valores negociables en entidades no residentes.

En otro orden de cosas, la Circular prevé que las entidades sujetas puedan remitir la información exigida de forma conjunta con otra entidad informante (entidad presentadora). Las entidades que opten por este procedimiento (entidades representadas) deberán facilitar a sus entidades presentadoras la información de sus propias operaciones y saldos, y las de sus clientes, con los detalles necesarios para cumplimentar la información requerida por esta Circular.

Asimismo, la información sobre las operaciones que los fondos de inversión españoles realicen con valores negociables emitidos por no residentes, y sobre los saldos correspondientes, deberá ser proporcionada por las entidades depositarias de los fondos. Del mismo modo, la información sobre las operaciones que los no residentes realicen con participaciones en fondos de inversión españoles y sobre los saldos correspondientes, deberá ser proporcionada por las sociedades gestoras de los fondos. No obstante, dicha información podrá ser proporcionada por las correspondientes entidades depositarias si así fuese acordado entre estas y las sociedades gestoras. Finalmente, la información sobre operaciones y saldos de residentes con participaciones en fondos de inversión extranjeros deberá ser proporcionada por las entidades residentes comercializadoras en España de este tipo de fondos.

Por último, la presente Circular entrará en vigor el día 1 de enero de 2002, siendo la primera información que se deberá comunicar la referida a los saldos de valores negociables correspondientes a 31 de diciembre de 2001, y a las operaciones y a los saldos de enero de 2002, cuya remisión deberá efectuarse dentro de los primeros diez días hábiles del mes de febrero de 2002.

**RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN.**—La Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, constituyó una pieza esencial para la realización del mercado interior, en lo que se refiere a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios de las empresas de inversión. La transposición de esta Directiva al ordenamiento jurídico español se realizó mediante la publicación de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Dicha Ley fue desarrollada mediante la publicación del *RD 867/2001, de 20 de julio* (BOE del 7 de agosto), sobre el régimen jurídico de las ESI, por el que se reguló el régimen administrativo al que estarán sujetas estas entidades en aspectos tales como los requisitos de acceso a la actividad y su operativa.

Las ESI podrán realizar determinados servicios de inversión como la recepción y transmisión de órdenes por cuenta de terceros, la ejecución de dichas órdenes por cuenta de terceros, la negociación por cuenta propia, la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores y el aseguramiento de la suscripción de emisiones y ofertas públicas de venta, así como ciertas actividades complementarias que se detallan en la norma.

Por otro lado, las ESI podrán obtener financiación de las entidades financieras españolas o extranjeras que figuren inscritas en los Registros Oficiales del Banco de España, la CNMV, la Dirección General de Seguros o en registros de igual naturaleza de la Unión Europea (en adelante, las entidades financieras). También podrán efectuar operaciones activas de préstamo o depósito con las citadas entidades financieras con las limitaciones que establezca el Ministerio de Economía.

Asimismo, las ESI no podrán recibir fondos de personas distintas de las entidades financieras, excepto por concepto de emisión de acciones, financiación subordinada y emisión de valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial. No obstante, las sociedades y agencias de valores podrán mantener cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio que abran a clientes en relación con la ejecución de operaciones desarrolladas por cuenta de ellos. Los saldos de estas cuentas deberán estar invertidos en aquellas categorías de activos líquidos y de bajo riesgo que el Ministerio de Economía determine.

Las ESI pueden ser: las sociedades de valores, que pueden operar profesionalmente, tanto por cuenta ajena como por cuenta propia, y realizar todos los servicios de inversión y actividades complementarias comentadas anteriormente; las agencias de valores, que solo podrán operar profesionalmente por cuenta ajena, y podrán realizar los servicios de inversión y las actividades complementarias con las siguientes excepciones: la negociación por cuenta propia, el aseguramiento de la suscripción de emisiones y ofertas públicas de venta, y la concesión de créditos o préstamos a inversores, y las sociedades gestoras de carteras, que podrán gestionar discrecional e individualmente carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores y realizan las actividades complementarias relacionadas con el asesoramiento.

Las entidades de crédito, aunque no sean ESI, podrán realizar habitualmente todos los servicios y las actividades complementarias, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica las habiliten para ello. Las entidades de crédito extranjeras que vengan a prestar en territorio español alguno de los servicios de inversión se registrarán por el RD 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito. Asimismo, el Banco de España comunicará a la CNMV las entidades de crédito extranjeras o españolas que presten en España servicios de inversión, a fin de que esta incorpore la información a sus registros.

La creación de una ESI o la transformación de una sociedad en dicha categoría corresponderá al Ministerio de Economía, a propuesta de la CNMV. Para obtener y conservar su autorización deberá cumplir determinados requisitos, entre otros, como: tener por objeto social exclusivo la realización de las actividades que sean propias de las ESI; revestir la forma de sociedad anónima, con la excepción de las sociedades gestoras de carteras, que podrán configurarse como sociedades de responsabilidad limitada; contar con un capital social mínimo; y adherirse a un fondo de garantía de inversiones (ver apartado anterior), en el caso de sociedades y agencias de valores, o concertar un seguro de responsabilidad civil con una entidad financiera legalmente habilitada, en el caso de las sociedades gestoras de carteras.

Por otro lado, las ESI, a excepción de las sociedades gestoras de carteras, deberán mantener —como mínimo— un coeficiente de liquidez equivalente al 10%, medido como porcentaje entre el volumen de inversiones en activos de bajo riesgo y elevada liquidez sobre la totalidad de sus pasivos exigibles con plazo residual inferior a un año (excluyendo de estos los saldos de las cuentas acreedoras derivadas de las operaciones financieras con el público).

La apertura de sucursales de ESI españolas en territorio nacional será libre, pero deberá ser comunicada previamente a la CNMV, la cual podrá requerir información adicional sobre los medios materiales y humanos o la suficiencia de los sistemas de control. Asimismo, las ESI podrán otorgar poderes de representación a personas físicas o jurídicas (agentes) para la promoción y comercialización de

2001	
	<p>los servicios de inversión objeto de su programa de actividades. También podrán, igualmente, otorgar poderes de representación a dichos agentes para realizar habitualmente frente a la clientela determinados servicios de inversión así como las actividades complementarias, siempre y cuando estén incluidos en el programa de actividades de la ESI registrado en la CNMV. Los agentes actuarán en exclusiva para una sola ESI y, en ningún caso, ostentarán representación alguna de los inversores.</p> <p><b>MODIFICACIÓN DE LA FIGURA DE CREADOR DE MERCADO DE DEUDA PÚBLICA.</b>—Un acuerdo del Consejo Ejecutivo del Banco de España, de fecha 19 de enero de 1988, estableció la figura de los creadores de mercado y reguló los criterios de acceso a tal condición y de mantenimiento de la misma, así como las relaciones entre estas entidades y el propio Banco de España. Estos criterios han sido revisados con cierta regularidad, siendo la última modificación la introducida por la OM de 10 de febrero de 1999, desarrollada por la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 11 de febrero de 1999, cuyo fin fue el de adaptar la figura del creador de mercado a la propia evolución de los mercados de deuda pública, como consecuencia del proceso de integración europea y de implantación de una política monetaria única. La práctica aconsejó introducir una mayor flexibilidad en la fijación de estas condiciones, teniendo en cuenta las circunstancias del mercado y la política de emisiones del Estado, por lo que la <i>Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 31 de julio de 2001</i> (BOE del 8 de agosto) estableció que el Tesoro podría modificar las condiciones de cotización establecidas en su normativa, previo acuerdo con los creadores de mercado.</p>
AGOSTO	<p><b>SISTEMAS DE INDEMNIZACIÓN DE LOS INVERSORES.</b>—El <i>Real Decreto 948/2001</i>, de 3 de agosto, en adelante, Real Decreto (BOE del 4 de agosto), desarrolló reglamentariamente la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma del mercado de valores en lo relativo a los sistemas de indemnización de los inversores, tanto de las las empresas de servicios de inversión (en adelante, ESI) como de las entidades de crédito. Estos sistemas de indemnización tienen como finalidad ofrecer a los inversores una cobertura en los casos en que, por insolvencia, una ESI o una entidad de crédito no pueda reembolsar las cantidades de dinero o restituir los valores o instrumentos financieros que tuvieran en depósito. En ningún caso este sistema cubrirá el riesgo de crédito o las pérdidas en el valor de una inversión en el mercado.</p> <p>Con este fin se establecen dos sistemas de indemnización de los inversores: uno, que se instrumenta mediante uno o dos Fondos de Garantía de Inversiones (en adelante, FGI), de nueva creación, para las ESI (con excepción de las sociedades gestoras de carteras), así como para las sucursales en España de empresas de servicios de inversión extranjeras, y, el otro, que se instrumenta mediante los Fondos de Garantía de Depósitos en entidades de crédito (en adelante, FGD), ya existentes.</p> <p>Los FGI se deben constituir como un patrimonio separado, sin personalidad jurídica, cuyas representación y gestión se encomendarán a una sociedad gestora. Asimismo, las entidades adheridas a los FGI serán las ESI con excepción de las sociedades gestoras de carteras, es decir, las sociedades y agencias de valores nacionales, ya que aquellas tienen su propio régimen específico (que se comenta más adelante). Respecto a las sucursales de ESI extranjeras, que no limiten su actividad a la gestión discrecional e individualizada de carteras, se establece una distinción en el sistema de adhesión, en función de su origen comunitario o no. Respecto a las sucursales cuya sede está en un país perteneciente a la Unión Europea, se admite una adscripción voluntaria, en caso de que la cobertura ofrecida en su país de origen sea inferior, al objeto de completar dicha cobertura. Sin embargo, el régimen de adhesión de las sucursales de empresas de inversión no comunitarias varía, en cuanto a su obligatoriedad, en función de si existe o no cobertura en el país de origen, así como de si se produce o no diferencia en el nivel de la misma. En efecto, están obligadas a adherirse al fondo tanto aquellas que no puedan acreditar su pertenencia a un fondo similar en su país de origen como las que siendo miembros de un fondo de garantía en su país de origen no puedan proporcionar una protección análoga a la ofrecida por los fondos regulados por este Real Decreto.</p> <p>La cobertura del FGI se extiende al dinero y a los valores que los clientes hubieran confiado a las empresas para realizar servicios de inversión, pero no alcanzará a las pérdidas de valor de la inversión o a cualquier riesgo de crédito. Dentro de los valores garantizados se incluirán los que hayan sido objeto de cesión temporal y sigan anotados en la entidad cedente. El FGI garantizará que todo inversor perciba el valor monetario de su posición acreedora global frente a dicha empresa, con el límite cuantitativo de 20.000 euros. La determinación de la posición del inversor se hará contabili-</p>

zando todas las cuentas abiertas a su nombre en una empresa de servicios de inversión, teniendo en cuenta el signo de sus saldos, cualesquiera que fuesen las monedas de denominación. El cálculo de dicha posición acreedora se realizará tomando la cuantía de los recursos dinerarios y el valor de mercado de los activos financieros, estableciéndose unos criterios de valoración en el caso de que los activos financieros no se negocien en ningún mercado secundario, ni español ni extranjero.

Se establecen dos tipos de excepciones a esta cobertura: en función de la localización de la empresa de servicios de inversión y del tipo de inversor. Respecto a la primera, quedan excluidos de la garantía del FGI las sucursales de empresas de inversión españolas ubicadas en territorios definidos como paraísos fiscales, o en países que carezcan de órgano supervisor de los mercados de valores, o que, aun existiendo, se niegue a intercambiar información con la CNMV. Tampoco gozarán de garantía los valores e instrumentos financieros confiados a sucursales de entidades de crédito españolas localizadas en países no comunitarios que dispongan de sistemas nacionales de indemnización de los inversores equivalentes a los españoles. Respecto a la segunda excepción, el FGI solo protegerá a los inversores no profesionales y, por consiguiente, no cubrirán el dinero o los valores que procedan de inversores que se consideran profesionalmente cualificados, como son todo tipo de entidades financieras. Tampoco cubrirán los activos confiados por las AAPP y las personas físicas que, o bien posean cargos representativos en las empresas de servicios de inversión, o bien se considere que han actuado de mala fe.

En cuanto a la declaración de incumplimiento, los inversores que no puedan obtener directamente de una entidad adherida al fondo el reembolso del dinero o la restitución de los activos que les pertenezcan, podrán solicitar a la sociedad gestora del FGI la ejecución de la garantía que presta el fondo, siempre que la empresa de servicios de inversión sea declarada insolvente, ya sea por vía judicial, en los supuestos de suspensión de pagos y de quiebra, o por vía administrativa, por la CNMV.

Respecto al régimen económico, el FGI se financiará, mayoritariamente, con aportaciones de las entidades adheridas, que tendrán periodicidad anual y alcanzarán una cuantía total del 2 por 1000 del dinero, más el 0,1 por 1000 del valor de los activos financieros depositados por los inversores. La sociedad gestora distribuirá esta aportación conjunta anual entre las empresas adheridas al mismo, atendiendo al número de clientes y al importe del dinero o activos cubierto por la garantía. También podrá concertar préstamos y créditos con empresas financieras, con el fin de cumplir con las obligaciones frente a los inversores previstas en este Real Decreto.

Cuando el patrimonio del FGI alcance una cuantía suficiente para el cumplimiento de sus fines, el Ministro de Economía, a propuesta de la CNMV, podrá acordar la disminución de las aportaciones mencionadas. En el caso contrario, cuando la sociedad gestora de un FGI prevea que los recursos patrimoniales y financiaciones disponibles por este en el curso de un ejercicio sean insuficientes, requerirá a las entidades adheridas realizar aportaciones de carácter extraordinario en la cuantía necesaria para subsanar el correspondiente desequilibrio financiero o patrimonial.

Las empresas de servicios de inversión que no realicen debidamente sus aportaciones al FGI, no contribuyan a las derramas o incumplan las obligaciones previstas en este Real Decreto podrán ser excluidas del fondo si no regularizan su situación en el plazo requerido. La competencia para acordar la exclusión es de la CNMV, previo informe de la sociedad gestora del FGI afectado y previa audiencia del interesado. Asimismo, la exclusión será causa para que el Ministerio de Economía, a propuesta de la CNMV, revoque la autorización que le hubiera sido concedida para ejercer su actividad, cuando la entidad excluida tenga su sede social en España.

En cuanto al plazo para satisfacer las indemnizaciones de los inversores, el FGI satisfará en metálico las indemnizaciones a los inversores, cuyo derecho haya sido debidamente comprobado dentro de los tres meses siguientes a la declaración de incumplimiento prevista en este Real Decreto. La CNMV está facultada para prorrogar este plazo otros tres meses, cuando aprecie que concurren motivos excepcionales que justifiquen el retraso.

Asimismo, si bien se establece que la entrada en vigor del presente Real Decreto será el día siguiente a su publicación, se especifica que la cobertura del FGI se retrotrae al 1 de julio de 1993, coincidiendo con la fecha de vigencia de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

Una de las principales novedades introducidas en esta nueva regulación afecta a la delimitación de la garantía que asumen las entidades de crédito, de forma que, a partir de la publicación del mencionado Real Decreto, el FGD no solo cubre los depósitos garantizados (tal y como se contemplaba en la regulación anterior), sino también los valores garantizados, estos últimos ponderados por su factor de conversión, conforme a lo reflejado en el artículo 3.2 del RD 2606/1996, modificado por el RD 948/2001..

Concretamente, respecto a los depósitos garantizados, el Real Decreto recoge los contemplados en el RD 2606/1996, es decir, los saldos acreedores mantenidos en cuenta, los fondos procedentes de situaciones transitorias por operaciones de tráfico y los certificados de depósito nominativos que la entidad tenga obligación de restituir en las condiciones legales y contractuales aplicables (siempre que estén constituidos en España o en otro Estado miembro de la UE), y los amplía a los recursos dinerarios que la clientela haya confiado a la entidad para la realización de algún servicio de inversión o que provengan de la prestación de dichos servicios o actividades.

En cuanto a los valores garantizados, el Real Decreto contempla los valores negociables e instrumentos financieros previstos en la Ley del Mercado de Valores que los clientes hayan confiado a la entidad de crédito en España o en cualquier otro país, para su depósito o registro o para la realización de algún servicio de inversión. Dentro de los valores garantizados se incluirán, en todo caso, los que hayan sido objeto de cesión temporal y sigan anotados o registrados en la entidad cedente.

No obstante, al igual que lo comentado anteriormente para el FGI, el FGD no garantizará los valores e instrumentos financieros confiados a la entidad de crédito para realizar servicios de inversión y actividades complementarias en territorios definidos como paraísos fiscales por la legislación vigente o en un país o territorio que carezca de órgano supervisor de los mercados de valores, o cuando, aun existiendo, se niegue a intercambiar información con la CNMV. Tampoco gozarán de garantía los valores e instrumentos financieros confiados a sucursales de entidades de crédito españolas localizadas en países no comunitarios que dispongan de sistemas nacionales de indemnización de los inversores equivalentes a los españoles, puesto que en este caso la garantía la ofrece el país en el que esté situada la entidad. En ningún caso gozarán de garantía los valores confiados por inversores institucionales, ni aquellos de los que sean titulares personas que ostenten cargos representativos en la entidad que origine la actuación del FGDED o personas que hayan quebrantando las disposiciones vigentes o bien hayan contribuido a agravar la situación de la entidad.

Respecto a los importes garantizados, los depósitos tendrán como límite la cuantía de 20.000 euros. El importe garantizado a los inversores que hayan confiado a la entidad de crédito valores o instrumentos financieros será independiente del correspondiente a los depósitos y alcanzará, como máximo, la cuantía de 20.000 euros.

Más adelante, la *OM de 14 de noviembre de 2001* (BOE del 23) desarrolló las facultades que el RD 948/2001 otorgó al Ministerio de Economía, que, a su vez, habilitó a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) para que establezca los registros, las normas contables, los recursos propios y los modelos de los estados financieros y estadísticos de las sociedades gestoras de los FGI, y la periodicidad con la que deberán remitirse a la CNMV. Asimismo, le habilita para dictar las disposiciones necesarias para el desarrollo del régimen de inversiones y de financiación de los FGI, así como la información que se debe proporcionar a los inversores, tanto sobre la cobertura de que disfrutan como sobre los supuestos concretos que dan lugar a la ejecución de la garantía que prestan dichos fondos (por ejemplo, insolvencia de una sociedad de valores). Al amparo de esta habilitación, y con el fin de facilitar la elaboración del presupuesto anual del Fondo, se publicó la *CCNMV 2/2201, de 23 de noviembre* (BOE del 24), que señala la información que las entidades adheridas deberán remitir a la sociedad gestora del FGI, a efectos de determinar la base de cálculo de la aportación conjunta anual de dichas entidades.

Finalmente, cabe reseñar que la *Ley 24/2001, de 27 de diciembre* (BOE del 31), de medidas fiscales, administrativas y de orden social, estableció, de forma excepcional, un determinado régimen para hacer frente a las indemnizaciones originadas por las declaraciones de incumplimiento de las empresas de servicios de inversión del deber de reembolsar y restituir el dinero y los valores recibidos con anterioridad a la fecha de entrada en vigor de la citada Ley, que fue el pasado 1 de enero de 2002. Para ello, estableció un régimen de distribución entre los Fondos de Garantía de Depósitos y de Inver-

2001	
SEPTIEMBRE	<p>siones. En este sentido, las indemnizaciones que, de acuerdo con lo dispuesto en el apartado segundo de la disposición final primera de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, se deriven de declaraciones de incumplimiento de las ESI, dictadas con anterioridad al 1 de enero de 2002, excepcionalmente, se satisfarán conjuntamente por los Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorros, Cooperativas de Crédito y el Fondo de Garantía de Inversiones.</p> <p><b>ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIONES DE LAS NORMAS DE TRANSPARENCIA DE LAS OPERACIONES Y PROTECCIÓN DE LA CLIENTELA.</b>—La CBE 3/2001, de 24 de septiembre (BOE del 9 de octubre), adaptó alguno de los preceptos de la CBE 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, para recoger las exigencias de información que las entidades de crédito deben facilitar a su clientela, conforme a lo establecido en 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, desarrollada por la OM de 16 de noviembre de 2000, que transpuso la Directiva 97/5/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de enero, relativa a las transferencias transfronterizas. Por otro lado, la Circular establece las medidas necesarias para que la creciente importancia que está adquiriendo la comunicación con la clientela a través de canales que permiten la realización de operaciones sin la presencia física del cliente en la entidad de crédito y, especialmente, a través de Internet, no implique merma alguna en los sistemas de protección del consumidor.</p> <p>Respecto a las transferencias recibidas, reguladas en la Ley 9/1999, en las que no se indique expresamente que las comisiones y gastos son total o parcialmente a cargo del beneficiario, no podrá cargarse a este ninguna comisión o gasto por dicho servicio. Asimismo, cuando se ordene una transferencia, la entidad de crédito del ordenante estará obligada a ejecutarla por su importe total, a menos que el ordenante haya especificado que los gastos relativos a la transferencia deban correr total o parcialmente a cargo del beneficiario. Por otro lado, las entidades de crédito que presten de modo habitual el servicio de transferencias de fondos con el exterior, incluirán en el folleto de tarifas, en un apartado específico, las condiciones generales de las mismas, que se aplicarán obligatoriamente a estas operaciones, salvo que contractualmente se pacten otras más favorables para el cliente. Asimismo, en el tablón de anuncios se deberá indicar la existencia en el folleto de un apartado específico que recoja las condiciones generales aplicables a este tipo de transferencias.</p> <p>Por otro lado, las entidades que ofrezcan la posibilidad de realizar operaciones a través de Internet habrán de incluir en la dirección propia o web de la entidad su denominación social completa y, en su caso, nombre comercial, su domicilio social completo, su naturaleza de entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, así como una mención a su inscripción en el correspondiente registro administrativo especial a cargo del Banco de España. También incluirán en dicha dirección, de forma destacada y que atraiga la atención del cliente potencial, las informaciones que son obligatorias en el tablón de anuncios, así como el folleto de tarifas y las normas de valoración, de forma que su consulta sea accesible, sencilla y gratuita (sin perjuicio del coste de conexión a Internet), no pudiendo quedar restringido su acceso a los clientes de la entidad. Simultáneamente, la entidad indicará en el tablón anuncios tradicional que dicho folleto también está disponible en sus páginas web, citando la dirección de Internet en la que pueda consultarse.</p> <p>Asimismo, la Circular amplía las posibilidades para que las entidades de crédito puedan realizar determinadas gestiones y operaciones, previstas en la CBE 8/1990, a través de medios electrónicos, cuando así lo decida el cliente. Finalmente, la Circular introduce las previsiones necesarias para que a partir del 1 de enero de 2002 los importes monetarios de los folletos de tarifas figuren exclusivamente en euros. Concretamente, antes del 30 de noviembre de 2001 las entidades deberán remitir al Banco de España los folletos de tarifas de comisiones con sus importes monetarios denominados únicamente en euros. En el caso de que en el período existente entre la remisión de los folletos y el 1 de enero de 2002 alguna entidad tenga necesidad de efectuar modificaciones sobre el registrado, deberá remitir dos versiones de dichas modificaciones, una de ellas con sus importes en pesetas/euros, y otra, del mismo número de páginas, con su importe únicamente en euros.</p> <p><b>FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS: SALDOS QUE INTEGRAN LA BASE DE CÁLCULO DE LAS APORTACIONES.</b>—La CBE 4/2001, de 24 de septiembre (BOE del 9 de octubre), estableció la información que las entidades adscritas a los fondos deberán remitir anualmente al Banco de España</p>



a efectos del cálculo de las aportaciones, conforme a lo establecido en el RD 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito, modificado parcialmente por el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores, por el que se reguló la cobertura por servicios de inversión que han de prestar las entidades de crédito.

Las entidades de crédito nacionales deberán remitir al Banco de España, antes del 31 de enero de cada año, el estado (que se recoge en el anejo de la Circular) relativo al cálculo de las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) sobre la base de los saldos existentes al 31 de diciembre del ejercicio anterior. Esta misma obligación es aplicable a las sucursales en España de entidades de crédito autorizadas en países no miembros de la Unión Europea (UE) cuyos depósitos o valores garantizados constituidos o confiados a la sucursal no estén cubiertos por un sistema de garantía en el país de origen. Por su parte, las sucursales de entidades de crédito extranjeras que se adscriban al Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios para cubrir la diferencia en el nivel o el alcance de la cobertura cuando la garantía del sistema del país de origen sea inferior, remitirán al FGD la información que este les requiera en atención a sus circunstancias particulares.

A efectos de calcular la base para determinar las aportaciones al FGD, se aplicarán los siguientes criterios de valoración: los depósitos dinerarios se valorarán con los mismos criterios con los que figuren contabilizados en el balance; y para los valores negociables y los instrumentos financieros que coticen en algún mercado secundario, se aplicará el valor de cotización del último día de negociación del año (igual criterio se seguirá para los valores cedidos temporalmente). Para los valores negociables y los instrumentos financieros que no coticen en algún mercado secundario, se aplicarán los siguientes criterios: si se trata de valores de renta variable: por su valor nominal; si son valores de renta fija: por su valor de reembolso, y, si se trata de otros instrumentos financieros, por el valor estimado de mercado al final del ejercicio, calculado con arreglo a los procedimientos de valoración generalmente aceptados respecto al instrumento de que se trate.

Finalmente, la Circular modifica algunos puntos de la CBE 4/1991, de 14 de junio. Así, subraya la necesidad de que las entidades de crédito deben identificar en su contabilidad interna los depósitos, fondos, valores e instrumentos financieros garantizados, y pone especial énfasis en el control de las cuentas representativas de la actividad de custodia.

**SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA: SUBSISTEMA GENERAL DE OPERACIONES DIVERSAS.**—Al objeto de racionalizar los procesos de compensación de medios de pago, la CBE 5/2001, de 24 de septiembre (BOE del 9 de octubre), procedió a la creación del subsistema general de operaciones diversas, para dar cabida a las operaciones que en la actualidad todavía vienen siendo compensadas a través del Sistema de Cámara Única (SCU). Al mismo tiempo, aprovechó para modificar el período de adaptación del SNCE al euro.

Este nuevo subsistema ha sido el último en desarrollarse, teniendo en cuenta el escaso volumen de operaciones que representa (menos del 1% del total compensado) y el carácter transitorio con el que fue creado el SCU en 1996. Tiene por objeto el intercambio, compensación y liquidación de los reembolsos de cuentas interbancarias y otras operaciones diversas que no pueden ser tramitadas por alguno de los otros subsistemas del SNCE. Las operaciones objeto de intercambio y compensación habrán de cumplir, entre otros, los requisitos siguientes: haber sido originadas en una entidad participante en el subsistema y tener su destino de pago o de cobro en una oficina de una entidad participante establecida en cualquier plaza del territorio nacional. No se podrán compensar por este subsistema las operaciones que, de conformidad con los requisitos establecidos en cada momento, puedan serlo a través de otros subsistemas del SNCE.

En otro orden de cosas, la Circular aprovecha para modificar la CBE 9/1998, de 30 de octubre, que recogía la adaptación del SNCE al euro. Así, la CBE 9/1998, de 30 de octubre, establecía, con carácter excepcional, que la introducción e intercambio de datos en el SNCE entre el 1 de enero del 2002 y el 31 de marzo del 2002, y el importe de las operaciones interbancarias emitidas en pesetas antes del 1 de enero del 2002 podrían comunicarse en esta moneda, sin perjuicio de su equivalencia legal en euros, y a partir del 1 de abril, el importe de tales operaciones deberá expresarse en euros. Ahora, la CBE 5/2001 reduce dicho período excepcional hasta el 28 de febrero de este año.



2001	
OCTUBRE	<p>DESARROLLO DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LOS ESTABLECIMIENTOS DE CAMBIO DE MONEDA.—La CBE 6/2001, de 29 de octubre (BOE del 15 de noviembre), concretó el procedimiento para que los titulares de los establecimientos de cambio obtengan la autorización para el ejercicio de su actividad, y estableció la información que dichos establecimientos deben rendir al Banco de España, así como el alcance y contenido de sus obligaciones y las de sus agentes, conforme a lo establecido en el RD 2660/1998, de 14 de diciembre, que reguló la actividad de estos establecimientos, y en la OM de 16 de noviembre de 2000, que reguló determinados aspectos del régimen de los establecimientos de cambio y desarrolló el establecimiento de unas obligaciones de publicidad, transparencia de las operaciones de compra y venta de billetes extranjeros y cheques de viajero realizadas por dichos titulares.</p> <p>La Circular distingue, por un lado, el régimen jurídico de los establecimientos que realizan exclusivamente operaciones de compra o venta de billetes extranjeros o cheques de viajeros, y, por otro, los que realizan —además— operaciones de gestión de transferencias con el exterior.</p> <p>Respecto a los primeros, los titulares de estos establecimientos deberán dirigir al Banco de España la solicitud de autorización para el ejercicio de su actividad. En el caso de que los titulares vayan a ejercer la actividad con carácter complementario (por ejemplo, las entidades de crédito), tan solo será necesario acreditar la actividad principal del solicitante con la aportación de la última liquidación del Impuesto de Actividades Económicas. Respecto a los establecimientos ya existentes, la Circular establece la necesidad de obtener una nueva autorización en los siguientes casos: cuando el nuevo titular pretenda continuar la actividad de otro titular ya autorizado, ya sea como consecuencia de su adquisición a través de operaciones intervivos (traspaso o cesión parcial de negocio), ya mediante operaciones societarias (fusión, escisión, cesión de activos y pasivos); cuando la adquisición de la citada titularidad se produzca <i>mortis causa</i> y la actividad de cambio de moneda se ejerza con carácter principal, o cuando un titular autorizado a efectuar la actividad citada con carácter complementario de su actividad principal pretenda ejercerla con carácter principal.</p> <p>Por otro lado, la Circular obliga a dichos establecimientos a informar al Banco de España, en el plazo de un mes, cuando se produzca alguno de los siguientes hechos: cambios en el domicilio del titular o, en caso de tratarse de personas jurídicas, cambios en su denominación o domicilio sociales; modificación del carácter de las operaciones, es decir, que pase de actividad principal a actividad complementaria, y apertura de nuevos locales donde efectúen la actividad autorizada. También remitirán, dentro del mes natural siguiente al trimestre al que se refieren los datos, un estado-resumen trimestral que recoja las operaciones realizadas por el titular en todos sus locales, cumplimentando los formularios que figuran anejos a esta Circular.</p> <p>En materia de protección de los consumidores, se detalla el contenido mínimo y el alcance de la información al público sobre tipos de cambio, comisiones y gastos a la que se refiere la OM de 16 de noviembre de 2000.</p> <p>Respecto a los establecimientos que realicen exclusivamente operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajeros y/o gestión de transferencias con el exterior, al igual que en el caso anterior, los titulares de estos establecimientos deberán dirigir al Banco de España la solicitud de autorización para el ejercicio de su actividad y, en el caso de ejercer la actividad de gestión de transferencias con el exterior, aportar la póliza de responsabilidad civil prevista en dicho RD 2660/1998. Una vez notificada la autorización e inscripción en el Registro de Titulares de Establecimientos de Cambio de Moneda y/o Gestión de Transferencias a cargo del Banco de España, el titular podrá iniciar sus actividades.</p> <p>Los titulares de estos establecimientos podrán gestionar transferencias con el exterior en concepto de gastos de estancia en el extranjero y remesas de trabajadores domiciliados en España, pudiendo realizar el pago de las transferencias recibidas del exterior por conceptos similares a los incluidos en su objeto social. En cuanto a la apertura de sucursales en el extranjero para gestionar transferencias por conceptos distintos de los anteriores, deberá comunicarlo previamente al Banco de España con un mes de antelación.</p> <p>En cuanto a la información que deben rendir al Banco de España, la Circular les obliga a comunicar determinados hechos e informaciones, como son, entre otros, los siguientes: la información relativa</p>

2001	<p>a los requisitos para conservar la autorización; la modificación de los estatutos sociales; el cese en la realización de algún tipo de operación o en todas para las que fue autorizado; y, en su caso, la apertura de nuevos locales. También deberán comunicar, dentro del primer trimestre del año, el balance y cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio anterior, utilizando los modelos que figuran en los anejos de la Circular, debiendo de aplicar los principios y criterios del Plan General de Contabilidad. Semestralmente, dentro de los dos meses siguientes al semestre natural, la información contable referida a su situación patrimonial y otras informaciones que se detallan en los anejos de la Circular. Trimestralmente, dentro de los dos meses siguientes al trimestre natural, un estado resumen que recoja las operaciones realizadas por el titular en todos sus locales.</p> <p>En relación con la protección de los consumidores, de manera similar al caso anterior, los establecimientos deberán publicar, en un lugar perfectamente visible dentro del local, la siguiente información: los tipos mínimos de compra y máximos de venta o, en su caso, los tipos únicos que aplicarán a las operaciones de compraventa de cheques de viajeros o billetes extranjeros correspondientes a países no integrados en la Unión Económica y Monetaria cuyo importe no exceda de 3.000 euros, y hasta el pasado 28 de febrero, los tipos de conversión de las monedas integradas en el euro, que será el resultante de su respectiva equivalencia con el euro y que aplicarán, como únicos, a la compraventa de billetes extranjeros y cheques de viajeros de dichas monedas entre sí y a cualquier operación entre esas monedas.</p> <p>Por otra parte, se desarrolla la figura de los <i>agentes</i> de los titulares de establecimientos de cambio de moneda, regulada en la OM de 16 de noviembre de 2000. La relación con los titulares de los establecimientos quedará reflejada en un contrato de agencia, que limitará su objeto al tipo de operaciones autorizadas al titular del establecimiento.</p> <p><b>RETIRADA DE MONEDAS DE CURSO LEGAL DENOMINADAS EN PESETAS.</b>—La Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro, modificada por la Ley 14/2000, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, dispuso, a partir del 1 de enero del año 2002, la introducción física de las monedas denominadas en euros y su canje por las monedas en pesetas, así como la coexistencia de ambas monedas hasta el 28 de febrero de 2002. A partir de dicho momento, las monedas denominadas en pesetas perderán su curso legal y solo conservarán un mero valor de canje con arreglo al tipo de conversión y a las normas de redondeo contenidas en la Ley 46/1998. Posteriormente, la OM de 18 de octubre de 2001 (BOE del 7 de noviembre), estableció los procedimientos para la retirada total e inmediata de las monedas en pesetas, sin perjuicio de que todas ellas mantengan un valor de canje por un espacio de tiempo ilimitado.</p> <p>En este sentido, el Banco de España procederá, desde el 1 de enero de 2002, a retirar las monedas denominadas en pesetas, que se encuentren depositadas o entren en sus cajas, para su posterior desmonetización. Por su parte, las entidades de crédito retendrán las monedas en pesetas que les sean presentadas para cambio, entregándolas, a su vez, al Banco de España. A partir del 1 de marzo, las monedas en pesetas quedarán sin poder liberatorio, quedando prohibida su circulación, aunque mantendrán su valor facial, a efectos de canje, por su contravalor en euros con arreglo al tipo de conversión. Dicho canje de monedas podrá efectuarse hasta el 30 de junio de 2002 por las entidades de crédito y por el Banco de España. Transcurrido este plazo, se abrirá un nuevo período de canje ilimitado que se efectuará exclusivamente en el Banco de España.</p>
NOVIEMBRE	<p><b>SERVICIOS DE SEGURIDAD DE LAS COMUNICACIONES A TRAVÉS DE MEDIOS ELECTRÓNICOS CON LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS.</b>—El artículo 81 de la Ley 66/1997, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, habilitó a la Fabrica Nacional de Moneda y Timbre-Real Casa de la Moneda (FNMT) para la prestación de los servicios técnicos y administrativos necesarios para garantizar la seguridad, la validez y la eficacia de las comunicaciones de las Administraciones Públicas y los organismos públicos a través de técnicas y medios electrónicos, informáticos y telemáticos, artículo que posteriormente fue desarrollado por el RD 1290/1999, de 23 de julio. Posteriormente, el RD 1317/2001, de 30 de noviembre (BOE del 4 de diciembre), a la vez que derogó el RD 1290/1999, desarrolló reglamentariamente la prestación por la FNMT, en régimen de libre concurrencia con otros operadores del sector, de los servicios técnicos y administrativos necesarios para garantizar la seguridad, la validez y la eficacia de las comunicaciones de la Administración General del Estado y sus organismos públicos, a través de técnicas y medios electrónicos, informáticos y telemáticos (EIT), que se realizará de acuerdo con lo establecido en la normativa vigente sobre firma electrónica.</p>

Para la prestación de dichos servicios, la FNMT proporcionará a cada usuario que lo solicite un *certificado electrónico*, que deberá reunir las condiciones para tener el carácter de certificado reconocido, de acuerdo con lo dispuesto en la normativa sobre firma electrónica. Dichas condiciones serán objeto de un posterior desarrollo reglamentario. Por su parte, las personas físicas con capacidad de obrar podrán solicitar el certificado electrónico ante las Administraciones Públicas, sin que pueda solicitarse y adquirirse más de un certificado por persona. La solicitud podrá presentarse ante cualquiera de las oficinas de acreditación, que podrán estar a cargo de cualquier Administración u organismo público que tenga potencialmente la condición de usuario del sistema de certificación. Cumplidos los requisitos y circunstancias que se determinen en el posterior desarrollo reglamentario, la FNMT expedirá el correspondiente certificado electrónico, que estará vigente por un período de tres años, renovable. La expedición del certificado otorga a su titular el carácter de usuario privado.

Las Administraciones y demás organismos públicos adquirirán la condición de usuarios públicos de los servicios prestados por la FNMT mediante la firma de un convenio, sin perjuicio de que puedan celebrarse convenios que, por su singularidad, se aparten del contenido del convenio tipo, pero que cuenten con la aprobación del Ministerio de Economía. Finalmente, la FNMT podrá prestar los mencionados servicios técnicos para el cumplimiento de las obligaciones tributarias o el pago de cualquier otro derecho económico a favor de las Administraciones Públicas, cuando los usuarios públicos o privados utilicen técnicas y medios EIT.

**RATIFICACIÓN POR ESPAÑA DEL TRATADO DE NIZA, POR EL QUE SE MODIFICA, ENTRE OTROS, EL TRATADO DE LA UNIÓN EUROPEA.**—Se publicó la *Ley Orgánica 3/2001, de 6 de noviembre* (BOE del 7), por la que se autoriza la ratificación por España del Tratado de Niza, firmado por los Estados miembros el pasado 26 de febrero. Dicho Tratado permitirá llevar a término el proceso iniciado por el Tratado de Amsterdam, es decir, preparar las instituciones de la Unión Europea para funcionar en una Unión ampliada. El nuevo Tratado introduce importantes modificaciones que afectan a la composición y funcionamiento de las instituciones y órganos de la Unión, sistema jurisdiccional, mayorías cualificadas, cooperaciones reforzadas, derechos fundamentales, seguridad y defensa, cooperación judicial y penal y Tratado CECA.

En este sentido, a partir del 1 de enero del año 2005 entrarán en vigor una reponderación de los votos atribuidos a cada Estado miembro en el Consejo, que tiene más en cuenta el factor demográfico, y nuevas reglas para determinar la mayoría cualificada. En el Protocolo sobre la ampliación de la Unión Europea y declaraciones anejas se establecen las reglas y principios para fijar en los sucesivos tratados de adhesión los votos atribuidos a los nuevos Estados miembros y el umbral de la mayoría cualificada.

El Tratado establece una nueva composición de la Comisión, que entrará en vigor a partir del año 2005, modifica el modo de designación de su Presidente y miembros, y refuerza considerablemente las competencias del Presidente.

El sistema jurisdiccional de la Unión es objeto de una profunda reforma, de modo que el Tribunal de Justicia será el competente para conocer con carácter general los recursos prejudiciales y el garante de la unidad de la interpretación y aplicación del Derecho comunitario, mientras que el Tribunal de Primera Instancia será juez de derecho común en materia de recursos directos. Se crean, asimismo, salas jurisdiccionales que conocerán de contenciosos muy especializados. El nuevo Tratado introduce también modificaciones relativas a la composición y organización del Tribunal de Cuentas, del Comité Económico y Social y del Comité de las Regiones con vistas a la ampliación. En la Declaración relativa a la ampliación de la UE se determina el número de escaños que serán atribuidos en estos dos comités a los nuevos Estados miembros en los futuros tratados de adhesión. También se modifica el sistema de toma de decisiones, de modo que una gran parte de disposiciones pasan íntegra o parcialmente de la unanimidad a la mayoría cualificada, y varias de estas se regirán por el procedimiento de codecisión.

**CONDICIONES DE ACCESO AL SISTEMA DE CONTROL DE FALSIFICACIONES MONETARIAS.**—La *Decisión del Banco Central Europeo de 8 de noviembre de 2001* (DOCE del 20 de diciembre) desarrolló los mecanismos, actualmente disponibles, para analizar las falsificaciones y recopilar la información al respecto. En este sentido, el Banco Central Europeo (BCE) reorganiza el Centro de Análisis de Falsificaciones y la Base de Datos sobre Falsificaciones Monetarias, que pasa a denominarse

2001	
	<p>Sistema de Control de Falsificaciones (SCF). El SCF esta formado por una base de datos central que contiene toda la información técnica y estadística sobre las falsificaciones de billetes y monedas denominados en euros procedentes de los Estados miembros y terceros países. También incluye funciones de consulta y edición, medios de carga y descarga de datos, y redes que lo conectan a sus distintos usuarios.</p> <p>Asimismo, el BCE concreta las condiciones que garantizan los procedimientos adecuados de acceso a los datos del SCF, al tiempo que establece que todos los bancos centrales nacionales del Sistema Europeo de Bancos Centrales deben crear sus respectivos centros nacionales de control de falsificaciones (CNCF), así como la función de administrador de seguridad de cada uno de dichos centros. Además, el BCE adopta los planes y acuerdos necesarios con la Comisión y Europol para facilitarles el acceso adecuado a los datos del SCF y para facilitar el acceso del Centro Técnico y Científico Europeo. El carácter confidencial de los datos significa que la información que cada usuario del SCF obtenga del sistema debería utilizarse exclusivamente para el cumplimiento de sus funciones respectivas en la lucha contra la falsificación del euro.</p>
DICIEMBRE	<p><b>MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS.</b>—El <i>Real Decreto 1419/2001, de 17 de diciembre</i> (BOE del 5 de enero), modificó parcialmente el RD 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla reglamentariamente la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras. En primer lugar, adaptó la normativa de solvencia al artículo 50.3 de la Ley 39/1988, de 28 de diciembre, reguladora de las Haciendas Locales, según la redacción dada por el artículo 59 de la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, en la cual se extienden a la deuda pública emitida por las Entidades Locales los beneficios aplicables a la deuda del Estado, es decir, conceder la ponderación del cero por ciento a efectos del cómputo del coeficiente de solvencia y de la normativa de grandes riesgos a los títulos de deuda de las Entidades Locales. En segundo lugar, aprovechó para transponer la Directiva 98/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de junio, ampliando la definición de la cartera de negociación para incluir las <i>posiciones en oro</i>, que tendrán un nivel de exigencia de recursos propios no inferior al 8% de la posición neta, y a las que otorga un tratamiento similar a las posiciones en divisas. Por otro lado, permite a las entidades la utilización de modelos internos de gestión de riesgos para el cálculo de los requerimientos de capital para cubrir riesgos de mercado y de tipo de cambio, necesitando la previa autorización del Banco de España. Finalmente, el Real Decreto 1419/2001 adecua la nomenclatura del RD 1343/1992 a la establecida por otras normas de rango legal: la Ley 6/1997, de 14 de abril, de organización y funcionamiento de la administración general del Estado, y la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores.</p> <p><b>FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS: CONVENIOS DE PROMOCIÓN (FTPYME).</b>—La OM de 28 de mayo de 1999 estableció el régimen y contenido de los convenios de promoción que podrán suscribir el MEH —a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (en adelante, el Tesoro)— con las sociedades gestoras de los FTA, con el objeto de promover la creación de FTA, que, bajo la denominación comercial «FTPyme», pueden beneficiarse del aval del Estado para garantizar los valores de renta fija que emitan con el fin de favorecer la financiación empresarial. La experiencia acumulada en esta área recomendó introducir ciertas modificaciones en la OM de 28 de mayo de 1999, que se llevaron a efecto recientemente mediante la <i>OM de 28 de diciembre de 2001</i> (BOE del 1 de febrero), sobre los Convenios de Promoción de FTA para favorecer la financiación empresarial.</p> <p>En primer lugar, respecto a la calificación crediticia de los bonos que el Tesoro puede avalar, la OM de 28 de mayo prevé que se avalen títulos con una calificación previa al aval público como mínimo de BBB/Baa o equivalente. Los FTPYME han demostrado ser viables sin que sea necesario que el Estado asuma riesgo más allá de avalar series con calificación de A o AA/Aa, por lo que la presente Orden elimina la posibilidad de avalar bonos con calificaciones inferiores. En segundo lugar, se retoca el porcentaje que la financiación a pequeñas y medianas empresas debe suponer en el activo de los FTPYME, y el porcentaje de la liquidez que obtienen las entidades de crédito cedentes que estas deben reinvertir en préstamos a PYME. Así, los FTPYME deben tener en su activo al menos un 50% (antes era un 40%) de financiación a pequeñas y medianas empresas, y las entidades de crédito cedentes deben, por su parte, reinvertir el 50% del volumen de activos que venden al Fondo en nueva financiación a una PYME (antes se obligaba a reinvertir el 50% de los activos menos las financiacio-</p>

nes que tuviera concedidas al FTA). Por otra parte, se homogeneiza el procedimiento al de concesión de otros avales por el Tesoro, en los que es el propio órgano gestor el que se encarga de la tramitación del expediente y posteriormente realiza la propuesta al Tesoro para la concesión del aval. Finalmente, y en este mismo sentido, se aclara el funcionamiento y la ubicación administrativa de la Comisión encargada de evaluar los proyectos de FTA que desean acogerse a los beneficios de esta norma.

**PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2002.**—Como es habitual en el mes de diciembre de cada año, se aprobaron los Presupuestos Generales del Estado (PGE) para el año 2002, mediante la *Ley 23/2001, de 27 de diciembre* (BOE del 31). Dado que la puesta en circulación del euro tuvo lugar el pasado 1 de enero, los PGE para dicho ejercicio son los primeros que se han elaborado en la referida unidad monetaria. En estos presupuestos no se introducen novedades significativas respecto a los del año anterior, ya que continúa la línea de austeridad, el control del déficit y la disciplina presupuestaria iniciados en ejercicios anteriores. Están basados en un escenario macroeconómico de suave crecimiento de la economía española y en un aumento previsto del IPC del 2%.

En el campo de la regulación financiera, el tipo de interés legal del dinero y el de demora de las deudas tributarias vigentes se reducen del 5,5% al 4,25% y del 6,5% al 5,5%, respectivamente. Asimismo, se fija en 8.473 millones de euros 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.

En el ámbito fiscal, y concretamente en el del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), se regulan los coeficientes de actualización del valor de adquisición aplicables a bienes inmuebles y se mantiene el régimen transitorio de compensación para los arrendatarios y adquirentes de vivienda habitual en aquellos supuestos en que la normativa del impuesto sea menos ventajosa que la establecida con anterioridad a la *Ley 40/1998, de 9 de diciembre*, del IRPF. En materia de impuesto sobre sociedades, se actualizan los coeficientes de corrección monetaria aplicables a las transmisiones de bienes inmuebles y se determina el importe de los pagos fraccionados que las entidades sujetas a este impuesto deben realizar. En materia de impuestos indirectos, únicamente se actualiza la tarifa por transmisión y rehabilitación de grandezas y títulos nobiliarios correspondiente al impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

**MEDIDAS FISCALES, ADMINISTRATIVAS Y DE ORDEN SOCIAL.**—Como es habitual, para facilitar el cumplimiento de los objetivos de política económica plasmados en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2002, se adoptaron una serie de medidas fiscales, administrativas y de orden social, recogidas en la *Ley 24/2001, de 27 de diciembre* (BOE del 31).

La Ley aborda una serie de medidas encaminadas a incentivar el crecimiento y el empleo de acuerdo con los criterios de política económica fijados por el Gobierno para afrontar la ralentización del crecimiento derivado del cambio de tendencia del ciclo económico. En este sentido, la norma introduce determinadas reformas que afectan al ámbito tributario, a las normas reguladoras del régimen 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.

Dada la naturaleza de este artículo, a continuación se resaltan las novedades más relevantes en el ámbito monetario y financiero, así como las de carácter fiscal

En materia de política monetaria y sistema financiero, se modifica la *Ley 46/1998, de 17 de diciembre*, sobre introducción del euro, para determinar el método de inutilización de los billetes en pesetas por parte de las entidades bancarias, y se añade una disposición adicional a efectos de regular las medidas de protección del euro contra falsificaciones.

Respecto a los Planes y Fondos de Pensiones, se introducen las siguientes modificaciones en la *Ley 8/1987, de 8 de junio*, de regulación de los planes y fondos de pensiones, con efectos a partir del 1 de enero del año 2002. En primer lugar, las aportaciones anuales máximas a los planes de pensiones se adecuarán a lo siguiente: el total de las aportaciones anuales máximas a los planes de pensiones, sin incluir las contribuciones empresariales que los promotores de planes de pensiones de em-

2001	<p>pleo imputen a los partícipes, se mantiene en 7.212,15 euros. No obstante, en el caso de partícipes mayores de cincuenta y dos años, el límite anterior se incrementará en 1.202,02 euros adicionales por cada año de edad del partícipe que exceda de cincuenta y dos años, fijándose en 22.838,46 euros para partícipes de sesenta y cinco años o más. El conjunto de las contribuciones empresariales realizadas por los promotores de planes de pensiones de empleo a favor de sus empleados e imputadas a los mismos tendrá como límite anual máximo las cuantías establecidas anteriormente.</p> <p>Por otro lado, cabe reseñar la creación de la figura del Defensor del partícipe para los planes de pensiones del sistema individual, que también lo será de los beneficiarios. Las entidades promotoras de estos planes de pensiones, bien individualmente, bien agrupadas, por pertenecer a un mismo grupo, ámbito territorial o cualquier otro criterio, deberán designar como Defensor del partícipe a entidades o expertos independientes de reconocido prestigio, a cuya decisión se someterán las reclamaciones que formulen los partícipes y beneficiarios o sus derechohabientes contra las entidades gestoras o depositarias de los fondos de pensiones en que estén integrados los planes o contra las propias entidades promotoras de los planes individuales.</p> <p>Respecto al ámbito fiscal, en el IRPF se amplían determinadas exenciones y se establece una disposición que facilitará el cumplimiento de las obligaciones fiscales a los contribuyentes casados. A ello hay que añadir la supresión del límite conjunto de aportaciones para planes de pensiones individuales y de empleo, así como el incremento del límite para las aportaciones realizadas por personas próximas a la jubilación y para personas con minusvalía.</p> <p>En el Impuesto sobre Sociedades se adoptan diversas medidas para favorecer el crecimiento económico. Así, cabe destacar la creación de una nueva deducción en la cuota por reinversión de beneficios extraordinarios, la ampliación de la base de deducción por actividades de investigación y desarrollo e innovación tecnológica, la ampliación del ámbito de aplicación de los incentivos fiscales para las PYME y la creación de un nuevo régimen de tributación para las entidades navieras, que podrán optar por tributar en función del tonelaje. También se amplía el límite temporal de amortización del fondo de comercio y el plazo para compensar bases impositivas negativas. Los incentivos en materia de previsión social se completan estableciendo una deducción del 10% en la cuota del Impuesto sobre Sociedades para las aportaciones empresariales a planes de pensiones de empleo de los trabajadores con rentas inferiores a un cierto umbral.</p> <p>En el Impuesto sobre la Renta de no Residentes se establece un nuevo tipo de gravamen para las rentas del trabajo percibidas por los trabajadores temporeros, al objeto de paliar el exceso de tributación de dichas rentas. En cuanto a la imposición indirecta, en el Impuesto sobre el Valor Añadido se efectúan diversas modificaciones, que vienen exigidas, en su mayor parte, por la normativa comunitaria y otras de carácter técnico. En este sentido, cabe destacar las que afectan al devengo del Impuesto para los contratos de ejecución de obra y para ciertas operaciones de tracto continuado, las que afectan a la aplicación del mecanismo de inversión del sujeto pasivo y los procedimientos de devolución para los empresarios no establecidos, entre otras. De otro lado, se ha procedido a sustituir las referencias a ecus y a pesetas por referencias a euros.</p>
2002	
ENERO	<p><b>ENTIDADES DE CRÉDITO: APORTACIONES A LOS FONDOS DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS.</b>—El Real Decreto-Ley 12/1995, de 28 de diciembre, sobre medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera, y el RD 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito (FGD), establecieron las aportaciones anuales de las entidades integradas en los fondos, y previeron que cuando el patrimonio alcanzase una cuantía suficiente para el cumplimiento de sus fines, el Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España, podría acordar la disminución de las aportaciones mencionadas, e incluso suspenderlas cuando el fondo patrimonial no comprometido en operaciones propias del objeto de los fondos igualara o superara el 1% de los depósitos de las entidades adscritas a ellos. A este respecto, cabe reseñar que el pasado mes de enero, dada la situación patrimonial alcanzada por el Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorros y las perspectivas del sector, la <i>Orden ECO/136/2002, de 24 de enero</i> (BOE del 30), fijó el importe de las aportaciones (que desde 1996 estaban suspendidas) en el 0,4 por 1000 sobre los depósitos existentes a 31 de diciembre de 2000, conforme a la definición de los depósitos garantizados establecida en el RD 2606/1996, y cuyo desembolso corresponde al año 2001.</p>



Por otro lado, el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de inversores, introdujo modificaciones en el RD 2606/1996, con el fin de que los FGD también puedan prestar la garantía a los inversores en relación con los servicios de inversión que reciban de las entidades de crédito. Ello afectó a la delimitación de la garantía que asumen las entidades de crédito, de forma que, a partir de la publicación del mencionado Real Decreto, los FGD no solo cubren los depósitos garantizados (tal como contemplaba la regulación anterior), sino también los valores garantizados. Siguiendo estos criterios, se publicaron tres órdenes ministeriales: la *ORDEN ECO/318/2002, de 14 de febrero* (BOE del 20), por la que se establecen las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios; la *ORDEN ECO/317/2002, de 14 de febrero* (BOE del 20), por la que se establecen las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorros, y la *ORDEN ECO/316/2002, de 14 de febrero* (BOE del 20), por la que se establecen las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos en Cooperativas de Crédito, cuya novedad más importante es que, por primera vez, la base sobre la que se calculan las aportaciones está integrada conforme a lo regulado en el RD 948/2001, tanto por los depósitos garantizados como por los valores garantizados, estos últimos ponderados por su factor de conversión, conforme a lo reflejado en el artículo 3.2 del RD 2606/1996, modificado por el RD 948/2001. Esta normativa se aplicará —en todos los casos— a las aportaciones que se realicen a partir del pasado 1 de enero.

**DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE EL AÑO 2002 Y ENERO DE 2003.**—Como viene siendo habitual en estas fechas, se publicaron el *RD 61/2002, de 18 de enero* (BOE del 29), por el que se dispone la creación de deuda pública durante el año 2002 y enero de 2003; la *ORDEN ECO/126/2002, de 24 de enero* (BOE del 29), que desarrolla el RD 61/2002, por la que se delegan determinadas facultades en el Director General del Tesoro y Política Financiera, y dos *Resoluciones de 25 de enero de 2002* (BOE del 29 y 30), de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publica el calendario de subastas para el año 2002 y el mes de enero de 2003.

En sentido amplio, se prevé la continuidad de los mismos instrumentos, técnicas, prácticas y demás elementos que estableció el Real Decreto 39/2001, de 19 de enero, para el año 2001. Por otro lado, la deuda que se emita o contraiga por el Estado durante todo el año en curso en todas las modalidades de deuda del Estado no superará el límite de incremento que para la citada deuda establece la Ley 23/2001, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2002. Este será extensible al mes de enero del 2003, en las condiciones establecidas, hasta el límite del 15% del total autorizado para el año 2002, computándose los importes así emitidos dentro del límite que contemple la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2003.

En cuanto a la formalización de la deuda pública, esta adoptará, como en años anteriores, las modalidades de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, representándose en todos los casos, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta.

Respecto a las letras del Tesoro, para el año 2002, se mantienen las emisiones a doce y dieciocho meses, sin perjuicio de que se puedan efectuar emisiones adicionales a plazos diferentes, si razones de gestión o técnicas de los mercados así lo aconsejaran. Por otro lado, para incrementar el volumen de las referencias emitidas y mejorar, con ello, su liquidez en el mercado secundario, se continúa con la agrupación de vencimientos iniciada el año anterior, de forma que su periodicidad pasará, a partir del próximo mes de agosto, de dos a cuatro semanas. Asimismo, para concentrar la demanda en un menor número de emisiones, dada la menor necesidad de financiación que conlleva la política de control presupuestario objetivo de la Ley 18/2001, de 12 de diciembre, General de Estabilidad Presupuestaria, desde el citado mes de agosto también se reduce la periodicidad de las subastas, que tendrán lugar cada cuatro semanas, coincidiendo las fechas de emisión con los vencimientos, para facilitar la reinversión a los tenedores.

Respecto a los bonos y obligaciones del Estado, se mantiene la obligación de hacer público su calendario anual de subastas ordinarias, pero se considera conveniente flexibilizarlo, con respecto a 2001, de forma que, aunque se hacen públicas las fechas de las subastas, el plazo de los bonos y obligaciones se establecerá trimestralmente, de acuerdo con los creadores del mercado, en función de las condiciones de los mercados y del desarrollo de las emisiones durante el año. En cualquier caso, si las condiciones del mercado o las necesidades de financiación así lo aconsejaran, el Tesoro podrá deci-



dir, en la Resolución mensual en la que se disponen las emisiones de bonos y obligaciones para el mes siguiente, no emitir en alguno de los plazos que, a título indicativo, se fijaron en el calendario trimestral. También se mantienen los procedimientos de emisión, excepto para las obligaciones del Estado a diez años, en que, para facilitar su difusión en los mercados internacionales, se ha considerado conveniente seguir en las subastas un nuevo procedimiento, que difiere del habitual en la forma utilizada para determinar el precio de adquisición de los valores, y que consiste en adjudicar todas las peticiones aceptadas al precio ofrecido incrementado en el importe del cupón corrido.

Finalmente, cabe reseñar que, durante este primer trimestre, el Tesoro ha realizado una emisión de bonos a 15 años por el procedimiento de sindicación y con cupón corto, con objeto de que devengue cupón desde el momento de la emisión.

**MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DEL SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA.**—El Reglamento del SNCE establece la obligación para las entidades asociadas de asumir solidariamente la responsabilidad derivada de las operaciones realizadas en cada subsistema por las entidades a las que representan; responsabilidad que se extiende a la fase de liquidación del mismo. Esta obligación solidaria implica un riesgo financiero para las entidades que representan a otras, lo que hace necesario delimitar los efectos que una situación de incumplimiento de pago puede ocasionar y, a la vez, fijar unas normas básicas a las que ambos participantes deberán ajustarse en la liquidación diaria de las obligaciones bilaterales derivadas de su participación en los intercambios a través del SNCE. Con esa finalidad, se publicó la *CBE 1/2002, de 25 de enero* (BOE del 2 de febrero), que establece que, entre las condiciones y la forma de adhesión a los diferentes subsistemas de intercambios, deberá figurar la obligación de las entidades asociadas de asumir solidariamente la responsabilidad derivada de las operaciones realizadas en el subsistema por las entidades a las que representen. Dicha responsabilidad queda limitada a las operaciones intercambiadas en la sesión o, en su caso, las sesiones anteriores a la fecha de liquidación del SNCE en la que se ha producido el incumplimiento de la liquidación entre entidades asociadas y sus representadas.

Respecto a la pérdida de la condición de entidad miembro y suspensión, la Circular añade que la incoación de un procedimiento de insolvencia a una entidad miembro del SNCE determinará su suspensión inmediata para participar en el mismo desde el momento en que se tenga conocimiento fehaciente de su apertura. A estos efectos, se entenderá incoado un procedimiento de insolvencia a una entidad miembro del SNCE cuando se dicte su declaración de estado de quiebra o se admita a trámite su solicitud de suspensión de pagos.

Por otro lado, se establece el procedimiento que se ha de seguir en el caso de que una entidad participante como asociada decida unilateralmente cesar en la representación de otra participante. En este sentido, cuando una entidad asociada al SNCE desee cesar en la representación de una entidad, lo comunicará al Banco de España y a la entidad afectada, abriéndose desde ese momento un plazo de treinta y cinco días naturales para la efectividad de la baja de tal representación, solo interrumpido en el caso de que, a lo largo de dicho plazo, se produzca el incumplimiento de la liquidación del saldo multilateral neto final o la entidad representada disponga de una asociada que asuma su representación. Desde el momento en que la asociada comunique su deseo de cesar en la representación, ambas entidades (asociada y representada) quedarán sujetas a un régimen especial de seguimiento por los servicios correspondientes del Banco de España, con objeto de verificar el cumplimiento puntual de la liquidación del saldo multilateral neto final entre la entidad representada y su asociada. Finalmente, se contemplan los efectos derivados del incumplimiento de la liquidación de posiciones entre entidades asociadas y sus representadas en el SNCE.

**MODIFICACIÓN DE LA DIRECTIVA SOBRE DETERMINADOS ORGANISMOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN VALORES MOBILIARIOS.**—La Directiva 85/611/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas, de 20 de diciembre, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), se limitaba inicialmente a los organismos de inversión colectiva de tipo abierto que promueven la venta de sus participaciones al público en la Comunidad y cuyo objeto exclusivo es la inversión en valores mobiliarios (OICVM), aunque se preveía la coordinación posterior de los organismos de inversión colectiva no incluidos en el ámbito de aplicación de la misma. Posteriormente, se publicó la *Directiva 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002*

(DOCE del 13 de febrero), por la que se modifica la Directiva 85/611/CEE, en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM, ampliando los objetivos de inversión de estos organismos, de modo que se les permita invertir en activos que, aunque no sean negociables, sean suficientemente líquidos, es decir, en instrumentos del mercado monetario.

Conforme con lo anterior y teniendo en cuenta la evolución de los mercados en estos años, la Directiva establece nuevas modalidades de inversión, de forma que los OICVM, además de las ya autorizadas, podrán invertir en: participaciones de OICVM autorizados conforme a la presente Directiva y de otros organismos de inversión colectiva, estén o no situados en un Estado miembro, siempre que cumplan determinados requisitos; los depósitos en entidades de crédito que sean a la vista o tengan derecho a ser retirados, con vencimiento no superior a doce meses, a condición de que la entidad de crédito tenga su domicilio social en un Estado miembro o, si el domicilio social de la entidad de crédito está situado en un Estado no miembro, esté sujeta a unas normas cautelares que las autoridades competentes de los OICVM consideren equivalentes a las que establece el Derecho comunitario; instrumentos financieros derivados, incluidos los instrumentos equivalentes que requieren pago en efectivo, negociados en un mercado regulado, e instrumentos financieros derivados no negociables en mercados regulados (derivados OTC), con determinadas condiciones; los instrumentos del mercado monetario, negociados en un mercado no regulado, cuando el emisor o emisores de dichos instrumentos estén regulados con fines de protección de los inversores y del ahorro y siempre que se cumplan determinadas características

Como contrapartida, el OICVM deberá aplicar unos procedimientos de gestión de riesgos con los que pueda controlar y medir en todo momento el riesgo asociado a cada una de sus posiciones y la contribución de estas al perfil de riesgo global de la cartera y que además permitan una evaluación precisa e independiente del valor de los instrumentos derivados OTC. Asimismo, deberá comunicar regularmente a las autoridades competentes, de conformidad con las normas de desarrollo que definan, los tipos de instrumentos derivados, los riesgos subyacentes, las restricciones cuantitativas y los métodos utilizados para evaluar los riesgos asociados a las transacciones en instrumentos derivados para cada OICVM que gestione. En cuanto a las limitaciones cuantitativas de las inversiones, se establece un límite general del 5% de los activos de los OICVM a las inversiones en valores mobiliarios o instrumentos del mercado monetario emitidos por el mismo organismo. Asimismo, los OICVM no podrán invertir más del 20% de sus activos en depósitos del mismo. Por otro lado, se establece un riesgo máximo de contraparte en operaciones con derivados OTC del 10% de los activos, si es entidad de crédito, y del 5%, en otros casos. Los Estados miembros podrán elevar el límite general del 5% hasta un 10 % como máximo. Sin embargo, el valor total de los valores mobiliarios y los instrumentos del mercado monetario poseídos por el OICVM en los emisores en los que invierta más del 5 % de sus activos, no podrá superar el 40 % del valor de los activos del OICVM. Estos límites generales podrán ser elevados por los Estados miembros hasta el 35%, dependiendo del tipo de instrumento, del emisor o de las circunstancias de los mercados.

Un OICVM podrá adquirir participaciones de OICVM u otros organismos de inversión colectiva, con la condición que no invierta más del 10% de sus activos en participaciones de una sola institución. Este límite podrá ser ampliado por los Estados miembros hasta el 20%. Las inversiones efectuadas en participaciones de organismos de inversión colectiva, salvo los OICVM, no podrán exceder, en total, del 30% de los activos del OICVM.

**MODIFICACIÓN DE LA DIRECTIVA SOBRE DETERMINADOS ORGANISMOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN VALORES MOBILIARIOS, CON VISTAS A LA REGULACIÓN DE LAS SOCIEDADES DE GESTIÓN Y LOS FOLLETOS SIMPLIFICADOS.**—La Directiva 85/611/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas, de 20 de diciembre, relativa a los OICVM, solo regulaba parcialmente las sociedades que se encargan de la gestión de los organismos de inversión colectiva (denominadas «sociedades de gestión»), ya que no contenía normas de acceso al mercado y condiciones de ejercicio de la actividad equivalentes en todos los Estados miembros, ni regulaba el establecimiento de sucursales y la libre prestación de servicios por tales sociedades en Estados miembros distintos del de origen. Dichas carencias fueron suplidas mediante la *Directiva 2001/107/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002* (DOCE 041/2002, de 13 de febrero), con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados.

2002	<p>El planteamiento adoptado por la Directiva es similar al establecido en la doctrina comunitaria respecto al espacio único en el ámbito de los servicios financieros, es decir, llevar a cabo la armonización básica necesaria y suficiente para garantizar el reconocimiento mutuo de la autorización y de los sistemas de supervisión cautelar, haciendo posible la concesión de una <i>única autorización</i> válida en toda la Unión Europea y la aplicación del principio de <i>supervisión por el Estado miembro de origen</i>. Al mismo tiempo, la autorización concedida en el Estado miembro de origen de la sociedad de gestión debía garantizar la <i>protección de los inversores</i> y la <i>solvencia</i> de las sociedades de gestión, con vistas a contribuir a la estabilidad del sistema financiero. En virtud del principio de reconocimiento mutuo, debe permitirse a las sociedades de gestión autorizadas en su Estado miembro de origen la prestación, en toda la Unión Europea, de los servicios para los cuales hayan recibido autorización, ya sea mediante el establecimiento de sucursales o en régimen de libre prestación de servicios.</p> <p>Cabe señalar que la Directiva 85/611/CEE limitaba el ámbito de actividad de las sociedades de gestión exclusivamente a la gestión de fondos comunes de inversión y de sociedades de inversión (gestión de carteras colectivas). Atendiendo a la evolución reciente de la legislación de los Estados miembros y a fin de permitir que las mencionadas sociedades aprovechen importantes economías de escala, la Directiva 2001/107/CE revisa esta restricción, permitiendo que dichas sociedades se dediquen también a la gestión de carteras de inversión de clientes individuales (gestión de carteras individuales), incluida la <i>gestión de fondos de pensiones</i>, así como ciertas actividades accesorias específicas relacionadas con la actividad principal.</p> <p>Por otro lado, los Estados miembros velarán por que las sociedades de gestión puedan ejercer en su territorio la actividad a que se refiera su autorización, ya sea estableciendo una sucursal o en virtud de la libre prestación de servicios. Así, los Estados miembros de acogida no podrán supeditar el establecimiento de sucursales o la prestación de servicios a la obligación de obtener una autorización adicional, o de aportar capital de dotación, ni a ninguna otra medida de efecto equivalente.</p> <p>La Directiva aprovecha para actualizar la normativa referente a las sociedades de inversión, y, en concreto, para aquellas que no hayan designado una sociedad de gestión, en cuyo caso se les exigirían condiciones de acceso y ejercicio de la actividad similares a estas últimas.</p> <p>Finalmente, a fin de atender a la evolución de las obligaciones relativas a la información de los partícipes que figuran en la Directiva 85/611/CEE, tanto la sociedad de gestión, para cada uno de los fondos de inversión que administre, como la sociedad de inversión deberán publicar un folleto simplificado, además del folleto completo existente. Este nuevo folleto debe ser de fácil utilización por los inversores y representar, por tanto, una valiosa fuente de información para el inversor medio. Dicho folleto debe ofrecer información fundamental sobre los OICVM de forma clara, sintética y fácilmente comprensible. No obstante, el inversor deberá ser informado en cualquier caso, mediante la inclusión de una indicación apropiada en el folleto simplificado, de que el folleto completo y los informes anuales y semestrales del OICVM, que podrá obtener sin ningún gasto, previa solicitud, contienen información más detallada. Asimismo, el folleto simplificado deberá ofrecerse siempre gratuitamente a los suscriptores antes de la celebración del contrato.</p> <p>FEBRERO MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE LOS CREADORES DE MERCADO.—La <i>Resolución de 20 de febrero de 2002</i> (BOE del 26), de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (en adelante, la Resolución), redefinió las condiciones de colaboración de los creadores de mercado con el Tesoro en lo que se refiere a la actividad de colocación de valores de deuda pública en el mercado primario y a su negociación en el mercado secundario. Además, se elimina la figura de entidad negociante de deuda pública del Reino de España, regulada por la Resolución de 4 de marzo de 1999, al estimar que han cambiado las condiciones que justificaron su aparición.</p> <p>Las motivaciones detrás de la reforma del régimen aplicable a los creadores son las mismas que vienen impulsando las principales reformas normativas en materia de mercados financieros en los últimos años: la implantación de la moneda única y la introducción de las nuevas tecnologías de la información en los mercados de capitales, que dan lugar a un aumento de competencia al que los agentes deben hacer frente. En el caso del Tesoro, el principal emisor de valores en España, parece conveniente reforzar la actividad de los creadores en el mercado de deuda del Estado para que esta no pierda atractivo en términos de liquidez.</p>
------	--

2002	
	<p>Respecto al procedimiento para el acceso a la condición de creador, la Resolución aclara determinados aspectos de la normativa anterior. Así, además de la solicitud presentada por las entidades interesadas y una memoria en la que se expondrán los medios técnicos y humanos para la realización de las actividades inherentes a la condición de creador, el Tesoro podrá solicitar la información adicional que estime conveniente, así como las aclaraciones sobre la información presentada que resulten pertinentes a efectos de asegurar la solvencia de las entidades solicitantes, el compromiso de las mismas con el mercado español de deuda pública y, en su caso, la veracidad de la información facilitada.</p> <p>Por otro lado, se mantienen los mismos derechos contemplados en la Resolución de 11 de febrero, es decir, participación en las subastas del Tesoro y acceso a las segundas vueltas, entre otros. Durante la segunda vuelta, cada creador podrá presentar peticiones que serán adjudicadas al precio medio ponderado redondeado resultante de la fase de subasta. El importe que el Tesoro emitirá como máximo en la segunda vuelta para cada bono será del 24% del nominal adjudicado (antes era el 20%) en la fase de subasta de ese mismo bono. Finalmente, los creadores son los únicos autorizados para segregar y reconstituir valores. No obstante, se modifican sustancialmente las obligaciones de los creadores de mercado en lo que se refiere al hecho de garantizar la liquidez del mercado secundario. Así, en las reuniones del Tesoro y los creadores se definirán los cinco bonos que se consideran referencia del mercado (<i>benchmark</i>), y, como novedad, tres cestas adicionales de bonos. Cada cesta contendrá un mínimo de cinco bonos u obligaciones segregables que no sean referencia (<i>benchmark</i>), así como bonos que se pueden cotizar en sustitución de los <i>strips</i> y del contrato de MEFF. Los creadores se dividirán en tres grupos homogéneos, debiendo cada uno de los grupos cotizar todos los bonos referencia del mercado y todos los de la cesta que se le asigne, debiendo respetar las condiciones de diferenciales máximos de demanda-oferta (expresados en céntimos sobre el precio) y volúmenes mínimos cotizados (en millones de euros), tal como señala la Resolución. También tendrán que cotizar, obligatoriamente, dos cupones o principales segregados (<i>strips</i>), de acuerdo con las condiciones de diferencial máximo (expresado en puntos básicos de rentabilidad) y volumen (en millones de euros), que fija la norma. Además, cada creador deberá cotizar dos referencias adicionales, que serán o bien <i>strips</i>, o bien los dos bonos sustitutivos de los <i>strips</i> que se asignen a la cesta de bonos correspondiente al grupo de creadores en cuestión.</p> <p>Por otro lado, se mantendrán cotizaciones del contrato de MEFF sobre el bono notional a diez años con un diferencial máximo entre los precios de compra y venta de 8 ticks y unas cantidades mínimas de 60 contratos para cada una de las posiciones. Los creadores podrán sustituir este requisito por la cotización de un bono, que será fijado en las reuniones del Tesoro y los creadores.</p> <p>Finalmente, los creadores deberán asegurar con su actuación el buen funcionamiento del mercado, respetando las obligaciones operativas que se establezcan. En concreto, se tomarán las medidas necesarias para asegurar el mantenimiento de la estanqueidad entre la operativa de los miembros del sistema electrónico de negociación y terceros.</p>
MARZO	<p>NUEVOS PROCEDIMIENTOS, TRÁMITES, SISTEMAS NORMALIZADOS Y PREIMPRESOS PARA HACER EFECTIVO EL EJERCICIO DE DERECHOS, ACCIONES Y COMUNICACIONES A TRAVÉS DE TÉCNICAS TELEMÁTICAS EN EL ÁREA DE LAS ENTIDADES ASEGURADORAS Y FONDOS DE PENSIONES.—En la ORDEN ECO/586/2002, de 8 de marzo (BOE 065/2002, de 16 de marzo), se incluyeron nuevos procedimientos, trámites, sistemas normalizados y preimpresos para hacer efectivo el ejercicio de derechos, acciones y comunicaciones a través de técnicas electrónicas, informáticas y telemáticas en el área de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. Estos son, entre otros, los siguientes: la remisión por las entidades aseguradoras de la información estadístico-contable trimestral y anual; la remisión por las entidades obligadas a formular cuentas consolidadas de la información estadístico-contable consolidada; la remisión por las entidades obligadas de los grupos consolidables de entidades aseguradoras de la información estadístico-contable semestral, y la remisión por las entidades gestoras de fondos de pensiones de la documentación estadístico-contable anual de las entidades gestoras y de los planes y fondos de pensiones.</p>

## 2. ÍNDICE SISTEMÁTICO DE MATERIAS OBJETO DE NUEVA REGULACIÓN

<i>Materia</i>	<i>Fecha norma</i>	<i>Boletín económico</i>
<b>I. BANCO DE ESPAÑA</b>		
<i>a) Mercado de cambios y relaciones con el exterior</i>		
Procedimientos aplicables para las declaraciones de inversiones exteriores y su liquidación	May 2001	Jul-ago 2001
Declaración de operaciones y saldos activos y pasivos exteriores en valores negociables	Jul 2001	Oct 2001
<i>b) Funcionamiento del sistema de pagos</i>		
Sistema Nacional de Compensación Electrónica: subsistema general de operaciones diversas	Sep 2001	Ene 2002
Modificación de la normativa del Sistema Nacional de Compensación Electrónica	Ene 2002	Abr 2002
<i>c) Introducción al euro</i>		
Distribución anticipada de billetes y monedas denominados en euros y otras normas relativas a la transición al euro	Jul 2001	Oct 2001
Retirada de monedas de curso legal denominadas en pesetas	Oct 2001	Ene 2002
<i>d) Otras funciones</i>		
Modificación de la normativa sobre la Central de Información de Riesgos	Mar 2001	Jul-ago 2001
<b>II. ENTIDADES DE CRÉDITO</b>		
Modificaciones de las normas de transparencia de las operaciones y protección de la clientela	Sep 2001	Ene 2002
Fondo de garantía de depósitos: saldos que integran la base de cálculo de las aportaciones	Sep 2001	Ene 2002
Modificación de las normas de solvencia de las entidades financieras	Dic 2001	Ene 2002
Aportaciones a los fondos de garantía de depósitos	Ene 2002	
	Feb 2002	Abr 2002
<b>III. OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS</b>		
<i>a) Instituciones de inversión colectiva</i>		
Modificación del Reglamento	Feb 2001	Abr 2001
Folletos explicativos, informes trimestrales y obligaciones de información de las instituciones de inversión colectiva	Abr 2001	Jul-ago 2001
<i>b) Otras instituciones</i>		
Régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión	Jul 2001	Oct 2001
Desarrollo del régimen jurídico de los establecimientos de cambio de moneda	Oct 2001	Ene 2002

<i>Materia</i>	<i>Fecha norma</i>	<i>Boletín económico</i>
<b>IV. MERCADO DE VALORES</b>		
<i>a) Mercado de deuda pública</i>		
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
Modificación de la figura de creador de mercado	Jul 2001	Oct 2001
	Feb 2002	Abr 2002
Condiciones de emisión para el año 2002 y enero de 2003	Ene 2002	Abr 2002
<i>b) Mercados de valores privados</i>		
Sistemas de indemnización de los inversores	Ago 2001 Nov 2001 Dic 2001	Oct 2001 Ene 2002 Ene 2002
<b>V. LEGISLACIÓN FINANCIERA DE LA UNIÓN EUROPEA</b>		
Regulación sobre el mercado de valores negociables en la Unión Europea	Mar 2001	Jul-ago 2001
Directiva europea relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito	Abr 2001	Jul-ago 2001
Lucha contra el fraude y la falsificación de medios de pago distintos del efectivo	May 2001	Jul-ago 2001
Coordinación de las condiciones de admisión de valores negociables a cotización oficial en la Unión Europea	May 2001	Ene 2002
Modificación de la Directiva sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios	Ene 2002	Abr 2002
Modificación de la Directiva sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados	Ene 2002	Abr 2002
<b>VI. NORMAS FISCALES</b>		
Medidas fiscales, administrativas y de orden social	Dic 2001	Ene 2002
<b>VII. OTRAS MATERIAS</b>		
Servicios de seguridad de las comunicaciones a través de medios electrónicos con las Administraciones Públicas	Nov 2001	Ene 2002
Presupuestos Generales del Estado para el año 2002	Dic 2001	Ene 2002
Ratificación por España del Tratado de Niza, por el que se modifica, entre otros, el Tratado de la Unión Europea	Nov 2001	Ene 2002
Nuevos procedimientos, trámites, sistemas normalizados y preimpresos para hacer efectivo el ejercicio de derechos, acciones y comunicaciones a través de técnicas telemáticas en el área de las entidades aseguradoras y fondos de pensiones	Mar 2002	Abr 2002

## ÍNDICES



## Índice de cuadros

	<i>Páginas</i>
Cuadro I.1. Principales indicadores de la economía española .....	12
Cuadro II.1. Principales indicadores macroeconómicos de Estados Unidos, Japón y Reino Unido ..	34
Cuadro II.2. Países con mercados emergentes. Principales indicadores macroeconómicos .....	36
Cuadro III.1. Principales indicadores macroeconómicos del área del euro .....	56
Cuadro III.2. Indicadores de aspectos estructurales .....	64
Cuadro IV.1. Consumo y formación bruta de capital fijo por sectores institucionales .....	80
Cuadro IV.2. Índices de especialización y dependencia relativa frente a Alemania, Francia e Italia ..	99
Cuadro IV.3. Principales operaciones financieras de las AAPP (SEC95) .....	102
Cuadro IV.4. Balanza de Pagos. Resumen .....	103
Cuadro V.1. Cuentas de utilización de renta, de capital y financiera. Economía nacional. Detalle por sectores .....	110
Cuadro V.2. Operaciones financieras netas y flujos intersectoriales .....	112
Cuadro V.3. Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH. Operaciones financieras .....	114
Cuadro V.4. Operaciones financieras de la nación .....	116
Cuadro V.5. Emisiones y ofertas públicas de valores negociables .....	119
Cuadro V.6. Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados .....	120
Cuadro V.7. Entidades de depósito. Estructura de balance y cuenta de resultados .....	127
Cuadro V.8. Fondos captados por otros intermediarios financieros .....	130

## Índice de gráficos

	<i>Páginas</i>
Gráfico I.1. PIB, consumo privado y FBCF .....	15
Gráfico I.2. Índices de competitividad y cuotas de exportación .....	24
Gráfico I.3. Pirámides de población (1950-2000-2020-2050) .....	28
Gráfico II.1. PIB y precios de consumo .....	35
Gráfico II.2. Comercio y producción mundiales .....	37
Gráfico II.3. Índice de precios de las materias primas .....	38
Gráfico II.4. Tipos de cambio efectivos nominales frente a países desarrollados .....	38
Gráfico II.5. Economía internacional. Tipos de interés y evolución bursátil .....	40
Gráfico II.6. Mercados emergentes. Financiación exterior .....	40
Gráfico II.7. Estados Unidos. Indicadores sector real .....	41
Gráfico II.8. Japón. Indicadores reales y financieros .....	43
Gráfico II.9. Economías emergentes: indicadores financieros .....	47
Gráfico III.1. UEM. Composición del crecimiento, indicadores de confianza y evolución del empleo ..	54
Gráfico III.2. UEM. Índices armonizados de precios de consumo y evolución salarial .....	58
Gráfico III.3. Evolución por países .....	62
Gráfico III.4. UEM. Política fiscal .....	63
Gráfico III.5. Tipos de cambio nominales del euro frente al dólar y el yen .....	67
Gráfico III.6. Tipos de interés de la zona del euro .....	67
Gráfico III.7. Índice de condiciones monetarias en la UEM: contribuciones .....	68
Gráfico III.8. Índices de los mercados bursátiles .....	68
Gráfico III.9. Tipos de interés de la zona del euro .....	69
Gráfico III.10. Agregados monetarios y crediticios en la zona del euro .....	69
Gráfico IV.1. Sectores residentes no financieros .....	74
Gráfico IV.2. Principales agregados macroeconómicos .....	78
Gráfico IV.3. Consumo final de los hogares e ISFLSH .....	79
Gráfico IV.4. Indicadores de confianza .....	81
Gráfico IV.5. Inversión residencial .....	81
Gráfico IV.6. Inversión productiva privada .....	82
Gráfico IV.7. Demanda exterior .....	84
Gráfico IV.8. VAB por ramas de actividad .....	88
Gráfico IV.9. Mercado laboral: empleo y paro .....	89

	<i>Páginas</i>
Gráfico IV.10. Determinantes de los salarios .....	92
Gráfico IV.11. Composición de los deflactores de la demanda final y del PIB .....	94
Gráfico IV.12. Precios y costes por ramas de actividad .....	96
Gráfico IV.13. Índices de competitividad de España .....	100
Gráfico IV.14. Índices de competitividad de España y de la zona del euro .....	100
Gráfico IV.15. Balanza por cuenta corriente y balanza de capital .....	104
 Gráfico V.1. Ahorro, inversión y capacidad (+) o necesidad (–) de financiación de la nación ...	 111
Gráfico V.2. Operaciones financieras de los hogares e ISFLSH .....	113
Gráfico V.3. Evolución de distintas rentabilidades .....	113
Gráfico V.4. Operaciones financieras de las sociedades no financieras .....	115
Gráfico V.5. Operaciones financieras de las Administraciones Públicas .....	118
Gráfico V.6. Índices bursátiles .....	122
Gráfico V.7. Rentabilidad de la deuda pública .....	123
Gráfico V.8. Diferencial de rentabilidad entre la deuda privada y la pública .....	123
Gráfico V.9. Crédito, dudosos y ciclo económico .....	129
Gráfico V.10. Entidades de depósito .....	129
Gráfico V.11. Inversores institucionales .....	132
Gráfico V.12. Posición patrimonial de los hogares e ISFLSH y sociedades no financieras .....	133
Gráfico V.13. Ratios de endeudamiento .....	134

## Índice de recuadros

	<i>Páginas</i>
Recuadro I.1. Crecimiento económico y productividad en Estados Unidos, la UEM y España . . .	17
Recuadro I.2. Rasgos e implicaciones del endeudamiento del sector privado: una comparación internacional . . . . .	19
Recuadro I.3. El empleo en el último ciclo: comparación con el ciclo anterior . . . . .	21
Recuadro I.4. El logro de la estabilidad presupuestaria . . . . .	23
Recuadro II.1. Evolución cíclica reciente y reacción de la política monetaria en Estados Unidos .	39
Recuadro II.2. La crisis argentina en perspectiva . . . . .	44
Recuadro II.3. La prociclicidad de la política fiscal en América Latina . . . . .	49
Recuadro III.1. El papel de las condiciones financieras en la desaceleración de la inversión productiva en el área del euro . . . . .	55
Recuadro III.2. Evolución del crédito al sector privado por países y relación con sus variables determinantes . . . . .	57
Recuadro III.3. Creación de empleo y funcionamiento del mercado de trabajo en la UEM . . . . .	59
Recuadro III.4. La transmisión de los movimientos del tipo de cambio del euro a los costes y precios del área . . . . .	61
Recuadro IV.1. Desarrollo de las medidas liberalizadoras de junio de 2000 . . . . .	76
Recuadro IV.2. La contracción del sector industrial . . . . .	87
Recuadro IV.3. Productividad sectorial, estructura productiva y convergencia . . . . .	91
Recuadro IV.4. Inflación dual, productividad y márgenes sectoriales . . . . .	97
Recuadro V.1. Evolución reciente del precio de la vivienda en España . . . . .	109
Recuadro V.2. Financiación e inversión de las sociedades no financieras . . . . .	117
Recuadro V.3. La integración de los mercados de valores españoles . . . . .	124
Recuadro V.4. Evolución reciente de la carga financiera de los hogares . . . . .	131

## 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

Joaquín Muns

Juan Muñoz

Jaime Requeijo

Julio Segura

*DIRECTORA GENERAL DEL TESORO  
Y POLÍTICA FINANCIERA*

(Sin voto en asuntos de política monetaria)

Gloria Hernández

*VICEPRESIDENTE DE LA COMISIÓN NACIONAL  
DEL MERCADO DE VALORES*

(Sin voto en asuntos de política monetaria)

Juan Jesús Roldán

*DIRECTORES GENERALES DEL BANCO*

(Con voz y sin voto)

José L. Malo de Molina

Francisco J. Aríztegui

Pedro Pablo Villasante

José M.<sup>a</sup> Roldán

José M.<sup>a</sup> Viñals

*SECRETARIO*

(Con voz y sin voto)

José R. del Caño

*REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO*

(Con voz y sin voto)

Isabel Gutiérrez

## 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.<sup>a</sup> Roldán  
José M.<sup>a</sup> Viñals

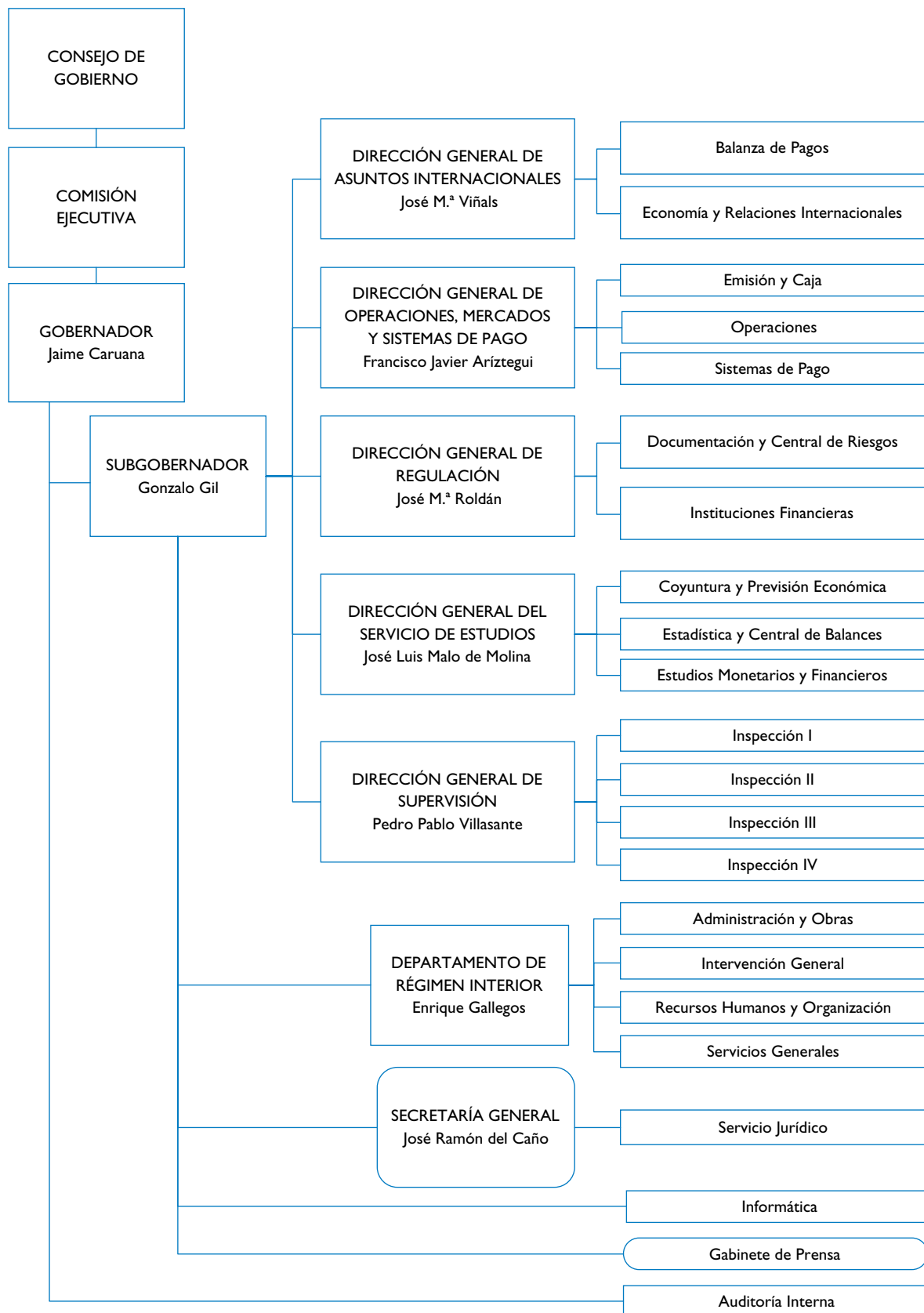
*SECRETARIO*

(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)

ESTABILIDAD FINANCIERA (semestral)

## ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

38. FERNANDO GUTIÉRREZ Y EDUARDO FERNÁNDEZ: La empresa española y su financiación (1963-1982). (Análisis elaborado a partir de una muestra de 21 empresas cotizadas en Bolsa) (1985).
39. PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los gastos financieros y los resultados empresariales en condiciones de inflación (1986).
40. IGNACIO MAULEÓN, JOSÉ PÉREZ FERNÁNDEZ Y BEATRIZ SANZ: Los activos de caja y la oferta de dinero (1986).
41. MARÍA DOLORES GRANDAL MARTÍN: Mecanismos de formación de expectativas en mercados con retardo fijo de oferta: el mercado de la patata en España (1986).
42. J. RUIZ-CASTILLO: La medición de la pobreza y de la desigualdad en España, 1980-1981 (1987).
43. I. ARGIMÓN MAZA Y J. MARÍN ARCAS: La progresividad de la imposición sobre la renta (1989).
44. ANTONIO ROSAS CERVANTES: El Sistema Nacional de Compensación Electrónica (Primera edición, 1991. Segunda edición actualizada, 1995).
45. MARÍA TERESA SASTRE DE MIGUEL: La determinación de los tipos de interés activos y pasivos de bancos y cajas de ahorro (1991).
46. JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO: Imposición personal e incentivos fiscales al ahorro en España (1991).
47. PILAR ÁLVAREZ Y CRISTINA IGLESIAS-SARRIA: La banca extranjera en España en el período 1978-1990 (1992).
48. JUAN LUIS VEGA: El papel del crédito en el mecanismo de transmisión monetaria (1992).
49. CARLOS CHULIÁ: Mercado español de pagarés de empresa (1992).

50. MIGUEL PELLICER: Los mercados financieros organizados en España (1992).
51. ELOÍSA ORTEGA: La inversión extranjera directa en España (1986-1990) (1992).
52. ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y TERESA SASTRE: Ecuaciones de demanda para los nuevos agregados monetarios (1992). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
53. ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995).
54. JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996).
55. ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
56. JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
57. OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
58. JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
59. JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.<sup>a</sup> TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
60. ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
61. ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
62. ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
63. GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
64. FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
65. ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
66. ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
67. JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
68. ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
69. JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
70. OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

(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).

71. MARIO IZQUIERDO Y M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
72. MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
73. OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
74. MARIO IZQUIERDO Y M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)

## ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

13. ANTONIO GÓMEZ MENDOZA: Ferrocarril y mercado interior en España (1874-1913). Vol. II: Manufacturas textiles, materias textiles, minerales, combustibles y metales (vol. extra) (1985).
14. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Establecimiento de la partida doble en las cuentas centrales de la Real Hacienda de Castilla (1592). Vol. I: Pedro Luis de Torregrosa, primer contador del libro de caja (vol. extra) (1986).
15. ESPERANZA FRAX ROSALES: El mercado interior y los principales puertos, 1857-1920 (1987).
16. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Contribución al estudio de las ordenanzas de los Reyes Católicos sobre la Contaduría Mayor de Hacienda y sus oficios (vol. extra) (1988).
17. ALONSO DE OJEDA EISELEY: Índice de precios en España en el período 1913-1987 (1988).
18. ALEJANDRO ARIZCUN: Series navarras de precios de cereales, 1589-1841 (1989).
19. FRANCISCO COMÍN: Las cuentas de la hacienda preliberal en España (1800-1855) (1990).
20. CARLOS ALBERTO GONZÁLEZ SÁNCHEZ: Repatriación de capitales del virreinato del Perú en el siglo XVI (1991).
21. GASPAR FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. I: Alimentos (1991).
22. GASPAR FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. II: Combustibles, productos manufacturados y salarios (1991).
23. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Noticia del abastecimiento de carne en la ciudad de Burgos (1536-1537) (1992).
24. ANTONIO TENA JUNGUITO: Las estadísticas históricas del comercio internacional: fiabilidad y comparabilidad (1992).
25. MARÍA JESÚS FUENTE: Finanzas y ciudades. El tránsito del siglo XV al XVI (1992).
26. HERNÁN ASDRÚBAL SILVA: El Comercio entre España y el Río de la Plata (1778-1810) (1993).
27. JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993).
28. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).
29. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).

30. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
31. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
32. SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
33. FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
34. ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
35. M.<sup>a</sup> GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
36. CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
37. EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
38. ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
39. MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
40. ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Amsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
41. LLUIS CASTAÑEDA PEIRÓN: El Banco de España (1874-1900): la red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 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.
- 0110 ÁNGEL ESTRADA AND DAVID LÓPEZ-SALIDO: Accounting for Spanish productivity growth using sectoral data: New evidence.
- 0111 FRANCISCO ALONSO SÁNCHEZ, ROBERTO BLANCO ESCOLAR AND ANA DEL RÍO LOPEZOSA: Estimating expectations using French government inflation-indexed bonds.
- 0112 GIANLUCA CAPORELLO, AGUSTÍN MARAVALL AND FERNANDO J. SÁNCHEZ: Program TSW. Reference manual.
- 0113 SOLEDAD NÚÑEZ RAMOS Y MIGUEL PÉREZ GARCÍA-MIRASIERRA: El grado de concentración en las ramas productivas de la economía española.
- 0114 KLAUS DESMET AND IGNACIO ORTUÑO ORTÍN: Rational underdevelopment.
- 0115 MATTEO CICCARELLI AND ALESSANDRO REBUCCI: The transmission mechanism of European monetary policy: Is there heterogeneity? Is it changing over time?
- 0116 ÁNGEL ESTRADA AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Sectoral and aggregate technology growth in Spain.
- 0117 I. HERNANDO AND J. MARTÍNEZ PAGÉS: Is there a bank lending channel of monetary policy in Spain?
- 0118 M. EHRMANN, L. GAMBACORTA, J. MARTÍNEZ PAGÉS, P. SEVESTRE AND A. WORMS: Financial systems and the role of banks in monetary policy transmission in the euro area.

- 0119 J. B. CHATELAIN, A. GENERALE, I. HERNANDO, U. VON KALCKREUTH AND P. VERMEULEN: Firm investment and monetary policy transmission in the euro area.
- 0120 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: The euro-area government securities markets. Recent developments and implications for market functioning.
- 0121 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO AND JAVIER VALLÉS: Money in an estimated business cycle model of the euro area.
- 0201 SOLEDAD NÚÑEZ RAMOS: La contribución de las ramas productoras de bienes y servicios TIC al crecimiento de la economía española.
- 0202 LUIS J. ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Implicaciones para la inflación de la conversión de precios a euros.
- 0203 IGNACIO HERNANDO AND SOLEDAD NÚÑEZ: The contribution of ICT to economic activity: a growth accounting exercise with Spanish firm-level data.
- 0204 JORDI GALI, MARK GERTLER AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Markups, gaps, and the welfare costs of business fluctuations.
- 0205 ÁNGEL ESTRADA GARCÍA AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Understanding Spanish dual inflation.
- 0206 ÁNGEL ESTRADA, PILAR GARCÍA-PEREA Y MARIO IZQUIERDO: Los flujos de trabajadores en España. El impacto del empleo temporal.

## EDICIONES VARIAS (I)

FELIPE RUIZ MARTÍN (Y OTROS): El Banco de España. Una historia económica (1970). Edición normal: 14,38 €; edición de lujo: 17,97 € (\*).

GABRIEL TORTELLA CASARES: La banca española en la Restauración (2 vols.) (1974). 6,25 € (\*).

NICOLÁS SÁNCHEZ ALBORNOZ: Los precios agrícolas durante la segunda mitad del siglo XIX. Vol. I: Trigo y cebada (1975). 3,13 € (\*).

EDUARDO MARTÍNEZ DE SALINAS Y MENDOZA: Legislación bancaria y crediticia española (1978). 11,25 € (\*).

MIGUEL ARTOLA: Los ferrocarriles en España, 1844-1943 (2 vols.) (1978). 12,50 € (\*).

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA AL FINAL DEL ANTIGUO RÉGIMEN (4 vols.): I. Agricultura: Edición e introducción de Gonzalo Anes. II. Manufacturas: Edición e introducción de Pedro Tedde. III. Comercio y Colonias: Edición e introducción de Josep Fontana. IV. Instituciones: Edición e introducción de Miguel Artola (1982) (\*\*).

MIGUEL ARTOLA: La Hacienda del Antiguo Régimen (1982) (\*\*).

RAMÓN SANTILLÁN: Memoria Histórica sobre los Bancos Nacionales de San Carlos, Español de San Fernando, Isabel II, Nuevo de San Fernando y de España (1982). 3,13 € (\*).

CONGRESO SOBRE ARCHIVOS ECONÓMICOS DE ENTIDADES PRIVADAS. I. 1982. MADRID: Actas del primer congreso sobre archivos económicos de entidades privadas (1983). 3,13 € (\*).

GONZALO ANES, LUIS ÁNGEL ROJO, PEDRO TEDDE (Y OTROS): Historia económica y pensamiento social. Estudios en homenaje a Diego Mateo del Peral (1983) (\*\*).

INTRODUCCIÓN A LA CONTABILIDAD. Nociones elementales para principiantes (1985). Centro de Formación del Banco de España. 3,13 € (\*).

JOAQUÍN MUNS: Historia de las relaciones entre España y el Fondo Monetario Internacional, 1958-1982: Veinticinco años de economía española (1986) (\*\*).

MIGUEL ARTOLA: La Hacienda del siglo XIX: progresistas y moderados (1986) (\*\*).

TERESA TORTELLA CASARES: Índice de los primitivos accionistas del Banco Nacional de San Carlos (1986). 9,38 € (\*).

GONZALO ANES ÁLVAREZ: Monedas hispánicas, 1475-1598 (1987). 25 € (\*).

JUAN SARDÁ DEXEUS: Escritos (1948-1980) (1987). 12,50 € (\*).

CENTRO DE ESTUDIOS JUDICIALES Y BANCO DE ESPAÑA: Aspectos jurídicos de las crisis bancarias (respuesta del ordenamiento jurídico). Ciclo de conferencias (1988). 9,38 € (\*).

CONGRESO SOBRE ARCHIVOS ECONÓMICOS DE ENTIDADES PRIVADAS. II. 1986. MADRID: Actas del segundo congreso sobre archivos económicos de entidades privadas (1988). 6,25 € (\*).

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Carlos (1782-1829) (1988) (\*\*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Comentarios a las sentencias del Tribunal Constitucional de 22 de marzo de 1988 (1988). 6,25 € (\*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Mercado de valores. Ley 24/1988, de 28 de julio (1988). 9,38 € (\*).

FERNANDO SERRANO MANGAS: Armadas y flotas de la plata (1620-1648) (1989). 12,50 € (\*).

MARÍA TERESA OLAZ NAVARRO: Inventario de los fondos del Banco de San Carlos en archivos del Estado (1989) 9,38 € (\*).

BANCO DE ESPAÑA: Registros especiales a cargo del Banco de España. Resumen histórico de variaciones. (Años 1970 a 1989) (1990). 6,25 € (\*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de entidades de depósito y otros intermediarios financieros: normativa autonómica (1990). Segunda edición. 36,06 € (\*).

BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 48,08 € (\*).

PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 12,50 € (\*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito: normativa general. 3.ª ed. (1994). 36,06 € (\*).

MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 3,13 € (\*).

BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 5 € (\*).

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 6,25 € (\*).

RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (\*\*).

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (\*\*).

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 € (\*).

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 € (\*).

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (\*\*).

SERVICIO JURÍDICO DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito. 4.ª ed. (1999). 36,06 € (\*).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 € (\*).

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (\*\*).

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 € (\*).

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 € (\*).

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 € (\*).

VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 € (\*).

BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 € (\*).

## DISTRIBUCIÓN, TARIFAS Y MODALIDADES DE SUSCRIPCIÓN (1)

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: 12,50 €
- Extranjero: 18,03 €

### Cuentas financieras de la economía española (edición bilingüe: español e inglés):

- España: 12,50 €
- Extranjero: 18,03 €

### Balanza de pagos de España (ediciones en español e inglés):

- España: 12,50 €
- Extranjero: 18,03 €

### Central de Anotaciones en Cuenta:

- España: 6,25 €
- Extranjero: 12,02 €

### Boletín económico y Boletín estadístico (2):

- España:  
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 125,01 €  
Suscripción a ambos boletines: 171,89 €  
Ejemplar suelto: 12,50 €
- Extranjero:  
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 186,31 €  
Suscripción a ambos boletines: 288,49 €  
Ejemplar suelto: 18,03 €

### Economic bulletin (2):

- España:  
Suscripción anual: 45,00 €  
Ejemplar suelto: 12,50 €
- Extranjero:  
Suscripción anual: 85,64 €  
Ejemplar suelto: 18,03 €

### Boletín de anotaciones en cuenta (3):

- España:  
Suscripción anual por correo: 200,02 €  
Suscripción anual por fax: 200,02 €  
Números sueltos: 1,25 €
- Extranjero (por avión): suscripción anual: 570,96 €

### Manual de la Central de Anotaciones:

- Ejemplar suelto: 31,25 €

### Registros de entidades:

- España: 15,16 €
- Extranjero: 18,03 €

### Circulares a entidades de crédito:

- España: suscripción anual: 87,51 €
- Extranjero: suscripción anual: 168,28 €

### Circulares del Banco de España. Recopilación:

- España:  
Recopilación: 43,75 €  
Actualización anual: 18,75 €
- Extranjero:  
Recopilación: 84,14 €  
Actualización anual: 36,06 €

### Publicaciones de la Central de Balances:

#### Monografía anual:

- España: Libro o CD-ROM: 12,00 €

#### 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: 5,31 €
- Extranjero: 10,82 €

### Documentos de trabajo:

- España:  
Suscripción anual: 43,75 €  
Ejemplar suelto: 1,88 €
- Extranjero:  
Suscripción anual: 60,10 €  
Ejemplar suelto: 2,58 €

### Memoria del Servicio de Reclamaciones

- España: 6,25 €
- Extranjero: 12,02 €

### Estabilidad financiera (5):

- España:  
Suscripción: 18,72 €  
Ejemplar suelto: 9,36 €
- Extranjero:  
Suscripción: 30,00 €  
Ejemplar suelto: 15,00 €

### Notas de estabilidad financiera:

- España: ejemplar suelto: 4,16 €
- Extranjero: ejemplar suelto: 6,00 €

### Ediciones varias (6).

- (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 91 338 6931, 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) Esta suscripción lleva incluidas las eventuales *Notas de estabilidad financiera*.
- (6) 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