

INFORME ANUAL

2003

BANCO DE ESPAÑA



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

**El Banco de España difunde todos sus informes
y publicaciones periódicas a través de la red internet
en la dirección <http://www.bde.es>**

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro,
siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2004
ISSN: 0067 - 3315 (edición impresa)
ISSN: 1579 - 8615 (edición electrónica)
Depósito legal: M. 26000 - 2003
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

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

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

BE	Bélgica	EUR (euro)
DE	Alemania	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PT	Portugal	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra sterling)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	EEUU	USD (dólar EEUU)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
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.

INFORME ANUAL 2003

ÍNDICE GENERAL

I RASGOS BÁSICOS	1. Introducción 15
	2. Retos europeos ante la expansión económica mundial 16
	3. Las bases de la nueva fase de expansión de la economía española 23
	4. Los condicionantes de la sostenibilidad del crecimiento económico 29
II EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO	1. Una recuperación más vigorosa y extendida 41
	2. Las principales economías industrializadas 48
	2.1. Estados Unidos 48
	2.2. Japón 52
	2.3. Países de la UE fuera del área del euro 54
	3. Las economías emergentes 55
	3.1. Asia 55
	3.2. América Latina 57
	3.3. Países candidatos a la UE y otras economías de Europa del Este 64
III EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN	1. Las condiciones económicas en el área del euro 69
	1.1. La actividad y el empleo 69
	1.2. Precios y costes 76
	2. Las políticas fiscales y estructurales en el área del euro 80
	2.1. La política fiscal 80
	2.2. Las políticas estructurales 84
	3. La política monetaria común y las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro 87
	3.1. Las decisiones de política monetaria 87
	3.2. La evolución financiera en la zona del euro 88
IV LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	1. Las políticas económicas 97
	1.1. Las condiciones monetarias y financieras 97
	1.2. Las políticas macroeconómicas internas 98
	2. La demanda 101
	3. La actividad 113
	4. El mercado de trabajo 116
	5. Los costes y los precios 121
	5.1. Los costes y los precios: las ramas productivas 124
	6. La competitividad 127
	7. La actividad de las Administraciones Públicas 132
	8. La cuenta del resto del mundo y la cuenta de capital de la economía 135
V LA EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA	1. Los flujos financieros de la economía española 142
	1.1. Los flujos financieros de los hogares y sociedades no financieras 144
	1.2. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas 147
	1.3. La inversión y la financiación exterior de la economía española 147
	2. Los mercados financieros españoles 148
	2.1. Los mercados primarios 148
	2.2. La actividad en los mercados secundarios 151
	2.3. Los precios negociados en los mercados secundarios 153

- 3. Los intermediarios financieros españoles 155
 - 3.1. Las entidades de depósito 156
 - 3.2. Los inversores institucionales 161
- 4. La posición patrimonial del sector privado no financiero 163
 - 4.1. Los hogares 163
 - 4.2. Las sociedades no financieras 165

**VI INFORME DE GESTIÓN
DEL BANCO DE ESPAÑA
EN 2003**

- 1. Introducción 173
- 2. Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema 173
 - 2.1. Funciones desempeñadas por el Banco de España 173
 - 2.2. Principales acontecimientos del año 2003 173
- 3. Actividades internacionales 175
 - 3.1. Relaciones internacionales 175
 - 3.2. Conferencias, reuniones y seminarios organizados por el Banco de España 177
- 4. Análisis económico e investigación 177
 - 4.1. Áreas prioritarias de análisis 177
 - 4.2. Relaciones con la comunidad académica 179
 - 4.3. Difusión y comunicación 179
- 5. Supervisión y regulación bancaria 180
 - 5.1. Actuaciones supervisoras 180
 - 5.2. Actividad sancionadora 181
 - 5.3. Cambios normativos 182
- 6. Funciones operativas 183
 - 6.1. La gestión de los activos del Banco de España 183
 - 6.2. La actuación en los mercados financieros nacionales 183
 - 6.3. La gestión de los sistemas de pagos 184
 - 6.4. La gestión de los billetes 184
- 7. Estadísticas 185
 - 7.1. La función estadística del Banco de España 185
 - 7.2. Principales novedades durante 2003 186
- 8. Servicio de Reclamaciones 188
 - 8.1. Estadísticas 188
 - 8.2. Criterios generales 188
 - 8.3. Creación de los Comisionados para la Defensa de los Clientes de Servicios Financieros 188
- 9. Comunicación externa 189
 - 9.1. Política de comunicación 189
 - 9.2. Programa de comunicación institucional 190
 - 9.3. Cooperación con el Sistema Europeo de Bancos Centrales 191
- 10. Organización y administración interna 191
 - 10.1. Plan de reestructuración de sucursales 191
 - 10.2. Políticas de recursos humanos 192
 - 10.3. Ampliación de la sede de Cibeles 193
 - 10.4. Reformas de Sistemas de Información 193
 - 10.5. Auditoría Interna 194

**CUENTAS ANUALES
DEL BANCO DE ESPAÑA**

- I. Balance y cuenta de resultados 198
- II. Memoria explicativa 201
- III. Información específica según el artículo 4 de la Ley de Autonomía del Banco de España 225

ANEJO LEGISLATIVO

1. Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2003 a marzo de 2004 233
2. Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación 261

ÍNDICES

- Índice de cuadros 265
Índice de gráficos 267
Índice de recuadros 269

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

- Organigrama general del Banco de España 273
Consejo de Gobierno 274
Comisión Ejecutiva 275

I RASGOS BÁSICOS

Rasgos básicos

1 Introducción

La economía española ha proseguido durante 2003 y la parte trascurrida de 2004 un proceso de gradual expansión, en sintonía con la notable mejoría de la coyuntura mundial, y a pesar del escaso dinamismo de la zona del euro. Los mismos factores que dotaron a la economía española de una considerable resistencia frente a la fase previa de debilitamiento cíclico le han permitido afrontar desde una posición relativamente favorable el proceso de reactivación internacional que se ha ido afianzando y generalizando a lo largo del último ejercicio.

La reanimación ha estado liderada por el vigor de la demanda interna en Estados Unidos y se ha ido extendiendo a la mayor parte de las áreas geográficas, en un clima de disminución de la incertidumbre y de recuperación de los mercados financieros internacionales. Sin embargo, se han acentuado algunos desequilibrios importantes, entre los que destacan los abultados déficit público y exterior norteamericanos, cuya necesaria corrección suscita dudas sobre la solidez de la recuperación internacional. A la vez, persisten algunos factores de inestabilidad geopolítica.

Las dificultades de la zona del euro para incorporarse a esta nueva coyuntura, a pesar del mantenimiento de unas condiciones financieras favorables para la expansión del gasto, reflejan, ante todo, la persistencia de un clima de desconfianza entre consumidores e inversores, que está relacionada con el vacilante avance en la introducción de las reformas estructurales necesarias y con el deterioro, en algunos países, de las finanzas públicas, que ha llegado a poner en duda la eficacia de las reglas fiscales en la UEM. La política monetaria se ha ajustado, de acuerdo con la estrategia diseñada por el Eurosistema, a la disminución de las tensiones inflacionistas —facilitada por la apreciación del euro— y a la debilidad de la demanda interna, mediante descensos en los tipos de interés, hasta situarlos en niveles mínimos históricos. No obstante, el soporte que la política monetaria puede suministrar al fortalecimiento de la reactivación depende de la contribución que las políticas fiscales y las reformas estructurales presten a la mejora de la confianza de los agentes.

La evolución comparativamente favorable de la economía española, que se ha manifestado en un nuevo acercamiento a la renta per cápita media de los países del área del euro, se ha asentado en los impulsos expansivos que se siguen derivando de la adopción de un régimen de estabilidad macroeconómica que, reforzado por la disciplina presupuestaria, ha suministrado un entorno sostenible de bajos tipos de interés. Estas condiciones han continuado favoreciendo la expansión del gasto de empresas y familias, que se ha visto también reforzada por la elevada generación de empleo, el aumento del poder adquisitivo derivado de la disminución de la inflación, la reducción de algunos impuestos, la revalorización de los activos reales y financieros y los efectos multiplicadores del gasto de inversión en infraestructuras.

El dinamismo de la demanda interna ha estado impulsado por unas condiciones monetarias que han continuado siendo muy holgadas para la posición cíclica más avanzada de nuestra economía y que solo han sido atemperadas por la apreciación del tipo de cambio. La financiación al sector privado siguió expandiéndose a tasas muy elevadas, mostrando incluso signos de aceleración en el caso de la destinada a las familias, lo que ha contribuido a sostener las alzas de precios de las viviendas. El consumo privado y la inversión en construcción se han mantenido como los principales motores de la expansión, mientras que la inversión en equipo, aunque ha salido del bache contractivo, ha crecido

débilmente entre signos de vacilación, a la vez que la demanda exterior neta ha proseguido actuando restrictivamente sobre el crecimiento. Paralelamente, la tasa de inflación se ha reducido, como consecuencia de los efectos de la apreciación del tipo de cambio y de la reversión de algunos de los fenómenos alcistas que se habían registrado en el pasado, lo que ha permitido, además, acortar los diferenciales con los países del área del euro.

La evolución seguida por la economía española en el pasado reciente avala la existencia de unas bases adecuadas para la continuidad de la convergencia real en el horizonte de los próximos años. No obstante, la prolongación de un patrón de crecimiento asentado en la vigencia de tipos de interés reducidos durante un largo período de tiempo, y con una composición de la demanda que descansa sobre todo en el consumo privado y en la construcción, puede plantear algunos riesgos para su continuidad a largo plazo, que la política económica debe prevenir con la suficiente anticipación. Estos riesgos están relacionados, principalmente, con la posición financiera del sector privado —particularmente de los hogares—, que, después de un rápido crecimiento de su nivel de endeudamiento, se ha hecho más sensible a cambios en los tipos de interés y en los precios de los activos financieros y reales, y con la evolución de la competitividad, que a largo plazo podría verse afectada si la inversión productiva y la innovación tecnológica no adquieren mayor dinamismo o si la persistencia de las rigideces en algunos mercados entorpeciera la formación de costes y precios.

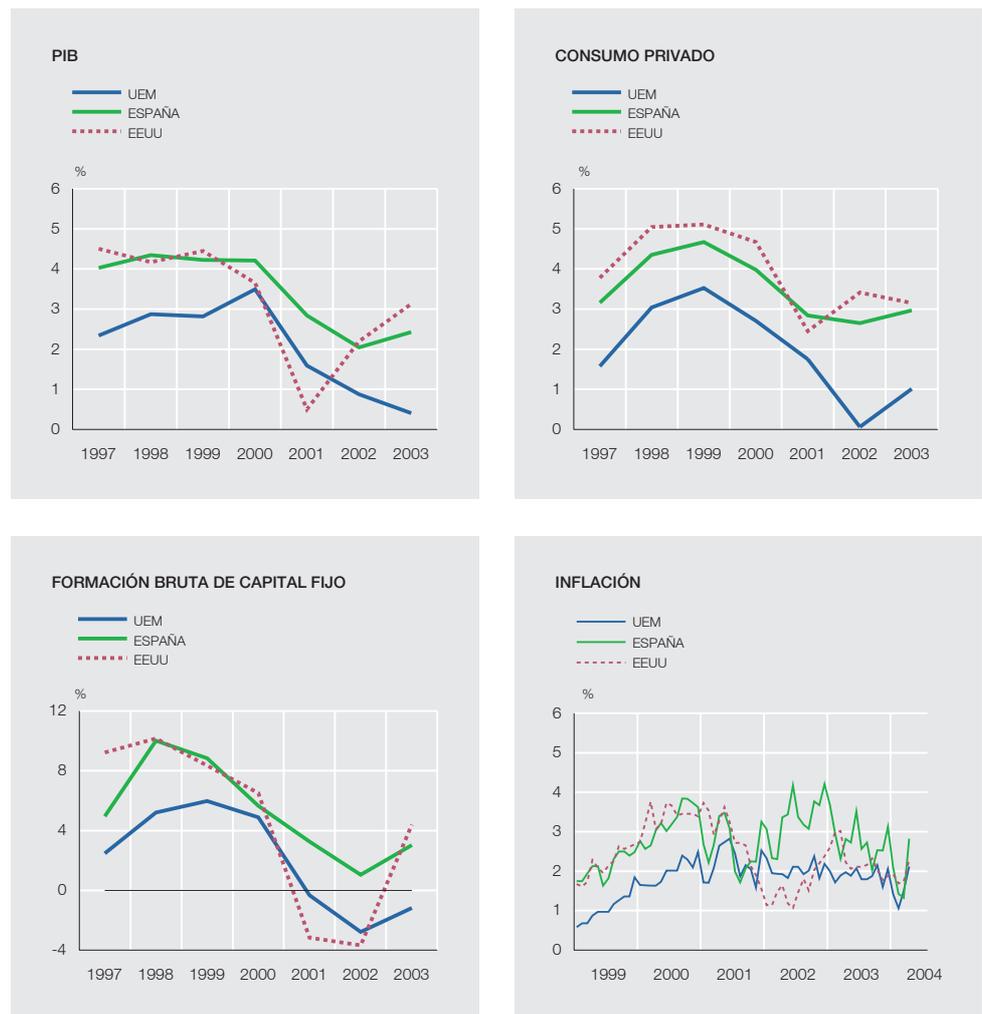
Para asegurar la sostenibilidad a largo plazo de las favorables perspectivas de crecimiento existentes, la política económica deberá promover un avance hacia un patrón de crecimiento en el que la inversión productiva y las exportaciones tengan un mayor peso, que contribuya al equilibrio financiero de las empresas y de los hogares y que fortalezca la competitividad. Para ello resulta fundamental profundizar en el papel estabilizador de la política presupuestaria y en el avance en las reformas estructurales que deben incrementar la flexibilidad y la eficiencia de la economía.

Este capítulo, que sintetiza los rasgos básicos de la evolución económica reciente, se estructura, por tanto, en torno a tres epígrafes, que abordan los desafíos a los que se enfrenta la zona del euro para aprovechar la mejora de la coyuntura internacional, el análisis de las bases de la nueva fase de expansión de la economía española y una reflexión sobre los requerimientos para proyectar a largo plazo las favorables perspectivas de crecimiento que ofrece la situación actual.

2 Retos europeos ante la expansión económica mundial

En 2003 la recuperación de la economía mundial, iniciada el año anterior, se afianzó y extendió a las principales áreas geográficas, con la excepción de la zona del euro, que registró un crecimiento de tan solo el 0,4% (véase gráfico I.1). La positiva evolución de la economía mundial estuvo ligada a la disminución de la incertidumbre política internacional, a la adopción de políticas económicas de corte expansivo y al buen comportamiento de los mercados financieros. En estos últimos se observaron incrementos significativos de los índices bursátiles, tras las pérdidas experimentadas en el bienio precedente, y disminuciones de los diferenciales de rentabilidad de los bonos corporativos, que reflejaban la mejora de las perspectivas de beneficios de las empresas. Asimismo, los tipos de interés de la deuda pública se mantuvieron en niveles muy reducidos, describiendo una trayectoria similar en Europa y Estados Unidos, a pesar de las variaciones experimentadas por los tipos de cambio a lo largo del año.

La contención de la inflación ha sido un rasgo común a todas las economías industrializadas a pesar del aumento del coste de las principales materias primas, aunque los factores que



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

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

explican este comportamiento no son los mismos en todos los casos. Así, en Estados Unidos y las economías asiáticas más dinámicas, la moderación de las alzas de precios se ha visto particularmente favorecida por el elevado dinamismo de la productividad. Por el contrario, en Europa, la apreciación del tipo de cambio desempeñó un papel más destacado en un contexto de debilidad de la demanda. Por su parte, en Japón persistieron tendencias deflacionistas, aunque algo menos intensas que en años anteriores.

La economía estadounidense mantuvo un crecimiento relativamente elevado, algo superior al 3%, al que contribuyó la continuada expansión del consumo privado, favorecido por las rebajas impositivas y la intensa refinanciación de hipotecas, que situó la tasa de ahorro de los hogares en niveles muy reducidos. En la segunda mitad del año se inició un significativo repunte de la inversión tras un largo período de continuadas disminuciones del stock de capital instalado, si bien el empleo siguió acusando una cierta debilidad. Por su parte, la productividad mostró a lo largo de todo el año un elevado dinamismo. El incremento de la demanda agregada impulsó las importaciones, que contribuyeron a la expansión de otras economías, especialmente algunas del Sudeste asiático, que se beneficiaron del mantenimiento de tipos de cambio relativamente depreciados en términos reales.

Aunque de manera heterogénea, las economías emergentes contribuyeron sustancialmente a la aceleración del crecimiento mundial en 2003. Asia fue la región más dinámica, en especial la economía china, que registró una expansión muy pronunciada —superior al 9%—, consolidando así la tendencia seguida en los últimos años, que está permitiendo a este país alcanzar un papel cada vez más relevante en los intercambios comerciales y financieros internacionales. Asimismo, en un contexto de políticas de demanda muy expansivas, el PIB de Japón experimentó el pasado año un aumento muy superior a la media del último decenio, apoyado en los avances en el saneamiento financiero del sector empresarial. A la continuidad del buen comportamiento del sector exterior observado en ejercicios anteriores, se unió la recuperación de la inversión, que impulsó la demanda interna, mientras que el consumo privado mantuvo su atonía, ligada a la todavía limitada superación de las tendencias deflacionistas. En todo caso, las debilidades estructurales que arrastra la economía japonesa introducen elementos de vulnerabilidad en su incipiente proceso de recuperación. El mayor dinamismo de las economías industrializadas y el mantenimiento de bajos tipos de interés permitieron también una mejoría de los mercados de exportación y de las condiciones financieras de las economías latinoamericanas que han propiciado la reactivación de la zona, aunque se mantienen pautas muy heterogéneas en los diversos países.

A pesar de la evolución favorable de las principales economías —si se exceptúa la zona del euro—, el patrón de recuperación que está siguiendo la economía mundial incorpora algunos elementos de riesgo para su sostenibilidad. Así, el dinamismo económico de Estados Unidos en los últimos años ha estado impulsado por algunos factores cuyos efectos expansivos no pueden mantenerse de manera continuada. Tal es el caso de la excepcional relajación de la política monetaria y las rebajas de impuestos. El deterioro de los balances financieros de los hogares y del sector público, que ha acompañado a la acción de estos factores, se ha manifestado en un incremento del déficit por cuenta corriente hasta niveles superiores al 5% del PIB. Las necesidades de financiación de la economía estadounidense no puede seguir creciendo de manera ilimitada, por lo que las perspectivas de consolidación del crecimiento económico mundial dependen de la forma en la que este desajuste vaya a corregirse.

En este sentido, los acontecimientos que se han vivido en los mercados internacionales a partir de la segunda mitad de 2003 han puesto de manifiesto las dificultades que presenta la absorción ordenada de los desequilibrios globales a través exclusivamente de variaciones en los tipos de cambio o en los tipos de interés cotizados en los mercados de deuda. Así, el tipo de cambio del dólar experimentó una depreciación significativa en 2003 y los primeros meses de 2004, que se ha concentrado en sus relación bilateral con el euro y, en menor medida, con el yen, mientras que su cotización ha permanecido relativamente estable frente al resto de las monedas de los países del Sudeste asiático, independientemente de su régimen cambiario. Esta asimetría en la cotización del dólar ha limitado su impacto sobre la corrección de los desequilibrios entre las principales áreas, ya que el déficit norteamericano se concentra en países con economías muy dinámicas y cuyas monedas apenas se han apreciado, mientras que las economías cuya competitividad se ha deteriorado más —como la europea— están experimentando dificultades para crecer y mantienen una posición exterior relativamente equilibrada. Esta forma de ajuste limita las posibilidades de una corrección ordenada de los desequilibrios mundiales y podría dificultar el mantenimiento del crecimiento global.

Paralelamente, a pesar del sensible incremento de la demanda estadounidense de fondos exteriores para compensar la carencia de ahorro doméstico y, en particular, para financiar el abultado déficit presupuestario, los tipos de interés de largo plazo han permanecido en niveles muy reducidos hasta el segundo trimestre de este año, en que han empezado a repuntar. Este comportamiento paradójico se explica, en parte, por la política de defensa de la estabilidad cambiaria de la

mayoría de los países del Sudeste asiático, que han acumulado un fuerte volumen de reservas, materializadas especialmente en instrumentos del Tesoro estadounidense. Aunque esta política cambiaria ha facilitado la financiación del déficit comercial de Estados Unidos, dificulta su corrección, ya que la adquisición por parte de estos bancos centrales de títulos americanos en condiciones atractivas para los emisores financia, en última instancia, sus exportaciones a Estados Unidos. Sin embargo, no parece probable que este peculiar modo de funcionamiento pueda mantenerse indefinidamente. Si no se corrige el déficit exterior, no puede descartarse que se produzca una pérdida del atractivo de Estados Unidos como destino de las inversiones públicas o privadas, lo que podría terminar alterando los mercados cambiarios y financieros internacionales.

Resulta difícil, en las condiciones actuales, asegurar el funcionamiento ordenado de los mercados y la corrección gradual de los desequilibrios si no se avanza en la contención de las necesidades de financiación del sector público en Estados Unidos, en la adopción de políticas que faciliten en todos los países el ajuste de los tipos de cambio a los fundamentos de cada economía y en la superación de los obstáculos que inhiben el crecimiento en las áreas menos dinámicas.

La zona del euro se encuentra entre las áreas que más dificultades están mostrando para incorporarse al dinamismo de la economía mundial. La causa principal de la persistente debilidad de su actividad económica se encuentra en la atonía del gasto interno, lastrado por las sucesivas caídas de la inversión productiva desde 2001 y la debilidad del consumo privado, que apenas creció un 1% el pasado año. Pero, además, la apreciación del tipo de cambio se ha dejado sentir en la evolución de las ventas exteriores netas de la zona, particularmente en el último trimestre de 2003, después de varios años de pérdidas de cuotas de exportación en el mercado mundial.

El tono deprimido de la demanda interna contrasta con el mantenimiento de condiciones, en principio, propicias para su expansión. Así, al reducido nivel de los tipos de interés nominales y reales, tanto de corto como de largo plazo, que permanecieron cercanos a los mínimos de las últimas décadas, se unió en el último año la notable recuperación de las bolsas y la reducción de los diferenciales de tipos de los bonos corporativos. Al mismo tiempo, la renta disponible de los hogares se vio fortalecida por el comportamiento del empleo, más favorable que en otras etapas de desaceleración, y las rebajas impositivas instrumentadas en algunos países. Y en la misma línea, la mejora del entorno internacional ha contribuido a aumentar la demanda exterior de las empresas europeas, mitigando el efecto contrario de la apreciación del tipo de cambio.

Existen, no obstante, algunos factores específicos que podrían explicar parcialmente la atonía del consumo en los últimos dos años, como es el caso de la percepción por parte de las familias de una inflación superior a la real, que sigue reflejando la prolongada influencia de las reacciones suscitadas por el canje al euro. Asimismo, la caída de la inversión ha estado vinculada a los pobres resultados empresariales y a los procesos de saneamiento emprendidos por algunas compañías importantes. Pero estos factores no son suficientes para explicar por sí solos el escaso impulso del gasto del sector privado cuando se dan unas condiciones relativamente favorables, lo que hace evidente el importante papel que está jugando la endeble confianza de consumidores e inversores. En este sentido, resulta significativo el aumento de la tasa de ahorro de los hogares europeos en los últimos años. Dado el bajo coste de oportunidad del consumo y la sólida posición patrimonial del sector, este comportamiento parece indicar, sobre todo, la actitud precavida de los hogares ante la incertidumbre con la que perciben la evolución futura de sus rentas. Por su parte, el tono deprimido de los componentes de los índices de confianza industrial referidos a expectativas futuras de negocio refleja, a

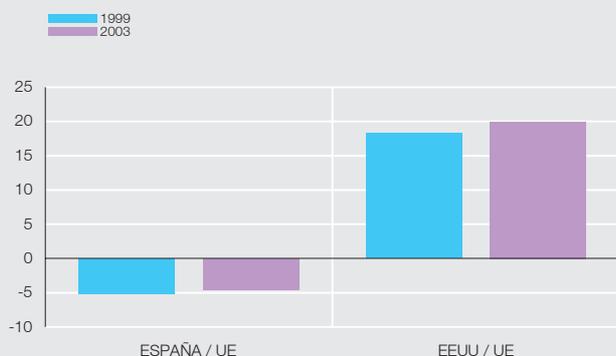
Con el fin de alcanzar el pleno empleo en 2010 y reforzar la cohesión social, en el Consejo Europeo de Lisboa, de marzo de 2000, la Unión Europea (UE) se fijó como objetivo estratégico «convertirse en la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo, capaz de crecer económicamente de manera sostenible con más y mejores empleos y con mayor cohesión social». Para la consecución de dicho objetivo se establecieron las siguientes prioridades: la instrumentación de políticas dirigidas a fortalecer la sociedad de la información y la I+D; el desarrollo de reformas estructurales a favor de la competitividad y la innovación; la culminación del mercado interior; el fomento de la inversión en capital humano y la lucha contra la exclusión social; y, todo ello, en un marco macroeconómico sólido. Estas grandes directrices se concretaron en objetivos cuantitativos para 2010 en el propio Consejo Europeo de Lisboa y en cumbres posteriores, entre las que destacó la celebrada en Barcelona en 2002. Aunque en los últimos años las autoridades europeas han renovado la vigencia de esos compromisos, los logros alcanzados hasta el momento resultan claramente insuficientes, de modo que solo un decidido impulso a las reformas podría permitir aproximarse a esas metas al final de la década.

En el ámbito del mercado de trabajo, se establecieron diversos objetivos para elevar la tasa de empleo en 2010 hasta el 70%, y en el caso de las mujeres y de la población de más edad (entre 55 y 64

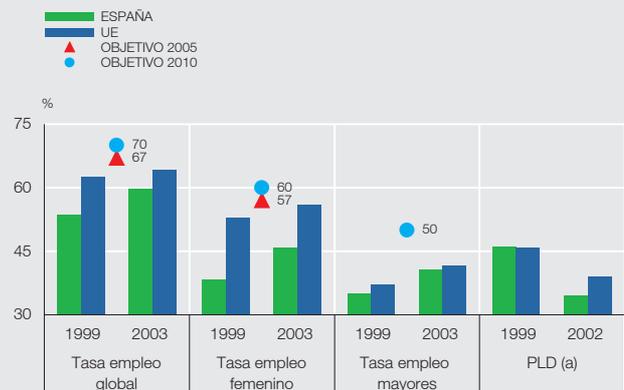
años), hasta el 60% y 50%, respectivamente. Los avances, hasta el momento, han sido desiguales por objetivos y por países. Entre los logros, hay que señalar la creación de seis millones de empleos desde 1999, con una contribución muy destacada de España, pues es el país donde más han aumentado los puestos de trabajo (1,4 millones). El empleo ha mantenido un comportamiento relativamente favorable en la reciente fase de desaceleración económica, que puede deberse, en parte, a la flexibilidad que se ha ido incorporando gradualmente a los mercados laborales europeos. Por colectivos, se han producido mejoras notables en el desempleo de larga duración y en la tasa de empleo femenino (véase gráfico 2). En España, además, hay que reseñar el aumento significativo de la tasa de empleo de los mayores de 55 años, materia en la que prácticamente se ha cerrado la brecha que la separaba de la media de la UE, si bien el área se encuentra lejos del objetivo del 50% de tasa de empleo para ese grupo. A pesar de estas mejoras, el crecimiento europeo del empleo continúa siendo excesivamente débil.

Respecto al mercado único, se han abierto total o parcialmente a la competencia varios mercados estratégicos de redes (telecomunicaciones, servicios postales, electricidad, gas y transporte ferroviario de mercancías). En este aspecto, la situación relativa de España es positiva, especialmente por lo que se refiere al sector energético, al

1. PRODUCTIVIDAD. BRECHA RESPECTO A LA UE (%)



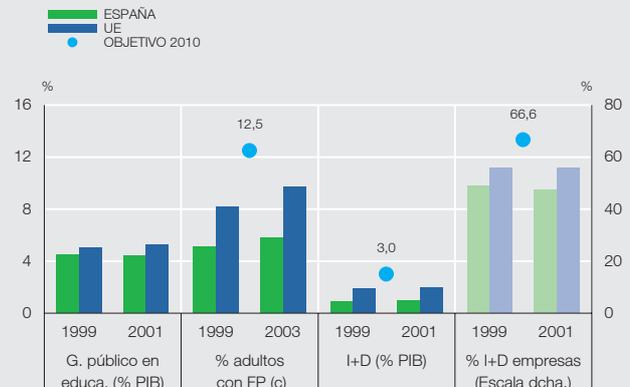
2. MERCADO DE TRABAJO



3. PENETRACIÓN DE INTERNET Y UTILIZACIÓN TIC



4. INVERSIÓN EN LOS SECTORES DEL CONOCIMIENTO



FUENTE: Comisión Europea.

- a. Incidencia del paro de larga duración.
- b. Proporción de la facturación de las empresas procedente del comercio electrónico.
- c. Porcentaje de adultos (25-64) que han recibido formación en las cuatro semanas anteriores a la de la realización de la encuesta.

haberse abierto completamente a la competencia el sector eléctrico y del gas el 1 de enero de 2003, es decir, con algo más de cuatro años y medio de adelanto respecto a la fecha límite acordada a nivel europeo.

En la mejora de la difusión y utilización de las tecnologías de la información y de la comunicación y en la inversión en los sectores del conocimiento (investigación, innovación, educación y formación), los avances han sido modestos (véanse gráficos 3 y 4). El compromiso de situar el gasto en I+D en el 3% del PIB, dos terceras partes del cual deberían ser financiadas por el sector privado, está lejos de ser alcanzado. Los avances también han sido limitados en el gasto público en educación, apreciándose, incluso, un recorte de este tipo de gasto en España. Con vistas al objetivo marcado para 2010, los progresos en la participación de los adultos en el aprendizaje y formación permanente también han sido insuficientes. En cuanto a la economía de la información, la penetración de Internet en los distintos ámbitos de la sociedad ha avanzado a buen ritmo en los últimos

años; así, prácticamente todas las empresas y colegios y una proporción no desdeñable de hogares están conectados a Internet.

Las autoridades europeas coinciden en que la estrategia de reformas diseñada en la UE es la adecuada para incrementar el bienestar social a medio y largo plazo. Los retrasos en su ejecución deben, por tanto, evitarse acudiendo a un control más estricto del grado de implementación de las medidas aconsejadas, lo que resulta complicado, dadas las dificultades para disponer de estadísticas adecuadas de los fenómenos que desean medirse. En este sentido, el Consejo Europeo de Bruselas de marzo de 2004 ha destacado la importancia de que se realice un seguimiento de la evolución por países de las reformas instrumentadas y de que estos intercambien sus experiencias, de modo que puedan identificarse las mejores prácticas en diversos campos. Esto facilitará la identificación de las áreas donde la reforma es más urgente, lo que será muy útil cuando en 2005 se realice la primera evaluación en profundidad de los progresos realizados en la consecución de los objetivos de la agenda de Lisboa.

pesar de su mejoría reciente, la presencia de un fenómeno parecido en el sector de empresas no financieras.

No es fácil desentrañar con precisión los factores que subyacen a la débil confianza de los agentes económicos, que está limitando la capacidad de reacción de las economías europeas incluso en momentos de aumento del dinamismo internacional. Los beneficios que Europa debe obtener en los próximos años como consecuencia de la profundización y extensión de un espacio económico unificado, sin barreras que entorpezcan la asignación eficiente de los recursos y con una moneda común en una parte importante del mismo, tardarán en percibirse en su integridad y lo harán con una secuencia temporal diferenciada en los distintos países. Esto genera alguna incertidumbre en los agentes económicos y afecta, sin duda, a sus decisiones. Pero hay también otros factores ligados a fragilidades estructurales que erosionan las expectativas de que las rentas del trabajo y del capital puedan aumentar de un modo continuado. Así, aunque en los últimos años se ha observado una cierta moderación salarial y un buen comportamiento del empleo, el funcionamiento del mercado laboral sigue aquejado de rigideces en la formación de los salarios y en el ajuste del empleo que erosionan su eficiencia. De igual manera, de un modo más general, la falta de flexibilidad de algunas parcelas de la economía europea, particularmente en comparación con Estados Unidos, fomenta la inercia en el comportamiento de variables tanto de precios como de cantidades, que, aunque tiendan a suavizar la amplitud de las oscilaciones cíclicas, terminan incidiendo negativamente sobre el crecimiento de la productividad y dañando la eficiencia y el crecimiento potencial de la economía (véase recuadro I.1).

La política monetaria se ha ajustado a la reducción gradual de las tensiones inflacionistas y a la coyuntura de debilidad de la demanda. Los tipos de las operaciones principales del BCE se redujeron, a lo largo de 2003, en 75 puntos básicos (pb), hasta situarse desde el mes de junio en el 2%. Dadas las tasas observadas de inflación y las expectativas sobre su evolución futura que reflejan las encuestas y los instrumentos financieros indicados, la situación que prevalece desde entonces implica unos tipos de interés reales a corto plazo prácticamente nulos,

de manera que el tono de la política monetaria tiene un carácter expansivo muy superior al observado en etapas cíclicas similares en casi todos los países que hoy conforman la UEM. Sin embargo, cuando —como ocurre en la fase actual— la falta de pulso de la economía se debe, en gran parte, al pesimismo de las expectativas y a la persistencia de problemas estructurales, la capacidad de las autoridades monetarias para influir sobre las decisiones de gasto de los agentes es limitada, y adquiere, en cambio, gran relevancia el mantenimiento de la confianza en la estabilidad de precios, pues es este un ingrediente imprescindible para lograr un crecimiento sostenido.

La política fiscal, por su parte, adoptó en su conjunto un tono prácticamente neutral, de manera que el deterioro de las finanzas públicas reflejó primordialmente el empeoramiento de las condiciones cíclicas. No obstante, en algunos países europeos este deterioro significó el incumplimiento de las reglas de estabilidad presupuestaria y puso de manifiesto las limitaciones a las que se puede enfrentar el potencial estabilizador de la política fiscal si se trata de actuar desde posiciones fiscales insuficientemente saneadas. El presupuesto público resulta, en general, una herramienta eficaz para suavizar las fluctuaciones cíclicas mediante la actuación de los estabilizadores automáticos que incorpora. En los países europeos, estos mecanismos están reforzados por la progresividad de los sistemas impositivos y la importancia del gasto social de carácter cíclico. Sin embargo, las actuaciones discrecionales expansivas, más allá de estos mecanismos, pueden tener una incidencia reducida sobre la actividad económica, sobre todo cuando prevalece un clima de incertidumbre sobre la evolución futura de las rentas. En este sentido, el reciente deterioro de los déficit y de la deuda pública y la creciente percepción de las dificultades de los sistemas públicos de pensiones y sanidad para hacer frente a los retos que ocasiona el envejecimiento de la población pueden dar lugar a que actuaciones pretendidamente expansivas que contribuyan a la generación de déficit presupuestarios sean recibidas con desconfianza y, como ha ocurrido en ocasiones, fomenten más el ahorro precautorio que el consumo.

La actual situación europea ilustra la importancia de otorgar la prioridad al logro de presupuestos equilibrados que permitan el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, sin incurrir en déficit excesivos. Este debe además ser considerado un objetivo común de los países integrantes de la UEM, pues no todos los costes asociados a la incertidumbre que genera la indisciplina fiscal son soportados exclusivamente por los estados cuyos gobiernos la inducen o la toleran. Por lo tanto, resulta particularmente importante mantener reglas fiscales, como las contenidas en el Tratado de la Unión Europea y en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y que todos los países respeten los procedimientos establecidos, con independencia de que puedan ser estudiadas fórmulas que perfeccionen el contenido económico de las normas vigentes o su aplicación práctica.

Las limitaciones a las que se enfrentan las políticas de demanda apremian la necesidad de introducir las reformas que flexibilicen los mecanismos de ajuste de la economía europea, favorezcan un uso eficiente de los recursos disponibles y proporcionen los incentivos precisos para desarrollar y perfeccionar los procesos productivos. Estas reformas no solo son necesarias para aumentar el producto potencial de la economía sino para fortalecer también la confianza y apoyar así, de manera indirecta, la predisposición de los agentes al consumo y a la inversión. La urgencia de estas reformas contrasta con el tímido impulso con el que se están instrumentando. En el último año, algunos gobiernos han logrado avanzar en la aprobación de reformas legales importantes, singularmente en las áreas del mercado de trabajo, la sanidad y las pensiones. Sin embargo, el ritmo con el que se están acometiendo los retos identificados por los Consejos Europeos de Lisboa y Barcelona resulta, en general, claramente insuficiente para conseguir que se cumplan los objetivos establecidos.

No obstante, es posible que la mejoría del clima económico proporcione un marco más propicio para los esfuerzos reformadores. De hecho, la economía de la zona del euro mostró en la segunda mitad de 2003 una cierta ganancia de dinamismo, que, en el último trimestre, supuso una recuperación de la formación bruta de capital fijo, que aumentó por primera vez tras un período largo de sucesivas caídas. Esta evolución refleja, sobre todo, la favorable trayectoria del entorno exterior y el avance en los procesos de consolidación de los balances de las empresas, por lo que estas podrían estar ya alcanzando una situación patrimonial que les permita aprovechar los reducidos costes de financiación para incrementar su actividad inversora. Cabe esperar que, si estos desarrollos se ven acompañados por una mejora gradual de confianza por parte de consumidores y empresarios y los mercados cambiarios evolucionan de manera ordenada, la zona del euro pueda afianzar en la segunda mitad del año en curso el proceso de recuperación iniciado a mediados del pasado año. De hecho, los datos correspondientes al primer trimestre de 2004 confirman esta senda de recuperación.

En todo caso, Europa debe afrontar, en un momento institucionalmente complejo, transformaciones de gran calado inducidas por el impulso de la globalización y por los avances en la integración del área, cuyo último exponente ha sido la incorporación de diez nuevos miembros el pasado mes de mayo. Este acontecimiento histórico implicará con toda seguridad cambios significativos en el marco económico y político vigente en la UE. En el ámbito económico, la ampliación deberá posibilitar un mayor dinamismo asentado en las transformaciones inducidas por el aprovechamiento de las nuevas ventajas comparativas y una asignación más eficiente de los recursos dentro de un mercado único más amplio. Dichas transformaciones implicarán una profundización de los procesos de reasignación geográfica de determinados tipos de actividad que ya están en marcha. Para aprovechar las oportunidades que se ofrecen y asimilar de forma armónica cambios de tanto alcance es preciso que Europa impulse políticas que doten a las distintas economías de mayores niveles de flexibilidad y competitividad, promoviendo las reformas estructurales necesarias para abordar con éxito los retos que implica el mercado único. Paralelamente, la ampliación requiere un fortalecimiento de las reglas que rigen la toma de decisiones en materia económica en la UE, clarificando adecuadamente el papel que corresponde a cada una de las instituciones europeas.

3 Las bases de la nueva fase de expansión de la economía española

Tras alcanzar un mínimo cíclico relativamente suave en la segunda mitad de 2002, la economía española se adentró en el año 2003 en una nueva fase de expansión, apoyada en el sólido crecimiento de su demanda interna. Aunque la recuperación está siendo también de intensidad moderada, contrasta con el entorno de debilidad de la demanda interna y desaceleración de la actividad que caracterizó a la economía europea durante buena parte del pasado año. Como consecuencia de ello, el diferencial de crecimiento entre España y la zona del euro se amplió considerablemente (véase gráfico I.1). Paralelamente, la reducción de la tasa de inflación en España ha permitido recortar el diferencial de inflación con la UEM, aliviando los problemas asociados a su persistencia.

En 2003, el PIB de la economía española se incrementó un 2,4%, casi medio punto por encima del avance del año anterior, mientras que la demanda interna alcanzaba un crecimiento del 3,3% (véanse cuadro I.1 y gráfico I.2). Tanto la desaceleración del PIB y de la demanda interna que tuvo lugar en 2001 y 2002 como la recuperación observada en el pasado año han estado relacionadas con el comportamiento cíclico de la inversión en equipo y de las exportaciones de bienes y servicios —muy ligado, a su vez, a la evolución del entorno exterior—, mientras que el consumo privado y la inversión en construcción han registrado tasas de crecimiento más estables durante ese período. De hecho, estos dos componentes han conti-

%

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
INDICADORES DE CONVERGENCIA REAL (España/UE) (a)						
PIB per cápita en corriente (en PPC de UE-15)	81,0	83,5	83,4	84,3	86,1	87,4
PIB per cápita (b)	82,0	82,9	83,0	83,6	84,2	85,3
<i>Productividad aparente del trabajo</i>	94,6	94,2	93,4	93,4	93,5	93,5
<i>Tasa de ocupación</i>	84,4	85,7	86,5	86,9	87,4	88,6
<i>Población 16-64 / población total</i>	102,7	102,7	102,9	103,0	103,0	103,0
DEMANDA Y PRODUCTO A PRECIOS CONSTANTES (c)						
Consumo privado	4,4	4,7	4,0	2,8	2,6	3,0
Consumo público	3,7	4,2	5,1	3,6	4,4	4,6
Formación bruta de capital	10,7	9,0	5,3	2,9	1,1	3,2
<i>Capital fijo en equipo</i>	14,5	7,8	4,7	-1,2	-5,4	1,9
<i>Capital fijo en construcción</i>	7,8	9,0	6,1	5,8	4,2	3,7
Exportación de bienes y servicios	8,2	7,7	10,0	3,6	0,0	4,0
Importación de bienes y servicios	13,2	12,6	10,6	4,0	1,8	6,7
Producto interior bruto	4,3	4,2	4,2	2,8	2,0	2,4
EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (c)						
Empleo total	4,1	3,7	3,6	2,4	1,5	1,8
Remuneración por asalariado	2,7	2,7	3,7	3,8	3,9	4,2
Costes laborales unitarios	2,5	2,1	3,1	3,4	3,3	3,6
Deflactor del PIB	2,4	2,8	3,5	4,2	4,4	4,2
Índice de precios de consumo (DIC-DIC)	1,4	2,9	4,0	2,7	4,0	2,6
Índice de precios de consumo (media anual)	1,8	2,3	3,4	3,6	3,5	3,0
Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC) (d)	0,7	1,1	1,2	1,0	1,3	1,0
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (e)						
Ahorro de los sectores residentes (f)	23,5	23,6	23,3	23,5	23,9	24,0
<i>Administraciones Públicas (f)</i>	0,3	2,3	2,3	3,0	3,4	3,9
Inversión de los sectores residentes	23,3	24,6	25,7	25,7	25,5	26,0
<i>Administraciones Públicas</i>	3,3	3,5	3,1	3,3	3,5	3,5
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	0,2	-1,0	-2,5	-2,2	-1,6	-2,0
<i>Administraciones Públicas</i>	-3,0	-1,2	-0,9	-0,4	0,0	0,3
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	64,6	63,1	61,2	57,5	54,6	50,8
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (g)						
Tipo de intervención semanal del BCE	—	2,7	4,0	4,3	3,2	2,3
Tipo de la deuda pública a diez años	4,1	3,7	5,1	4,3	3,9	2,8
Tipo sintético del crédito bancario	5,9	4,9	5,9	5,8	4,9	4,0
Índice General de la Bolsa de Madrid (base DIC 1985 = 100)	817,7	894,4	994,8	853,4	723,6	706,4
Tipo de cambio dólar/euro (h)	1,1	1,1	0,9	0,9	0,9	1,1
Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (i)	100,4	98,7	95,8	96,3	97,1	100,0
Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (j)	99,4	99,1	97,7	98,9	101,4	106,5
Tipo de cambio efectivo nominal con UEM (i)	100,1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Tipo de cambio efectivo real con UEM (j)	99,1	100,4	102,3	102,9	104,2	106,0
Medios de pago	12,1	12,7	4,4	6,8	10,5	12,1
Activos líquidos (k)	1,7	2,4	8,1	9,6	8,6	8,7
Financiación total de las familias	19,3	19,6	17,3	12,3	15,6	18,7
Financiación total de las empresas no financieras	14,5	19,4	18,7	18,1	13,3	14,2

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.

f. Incluye transferencias netas de capital recibidas.

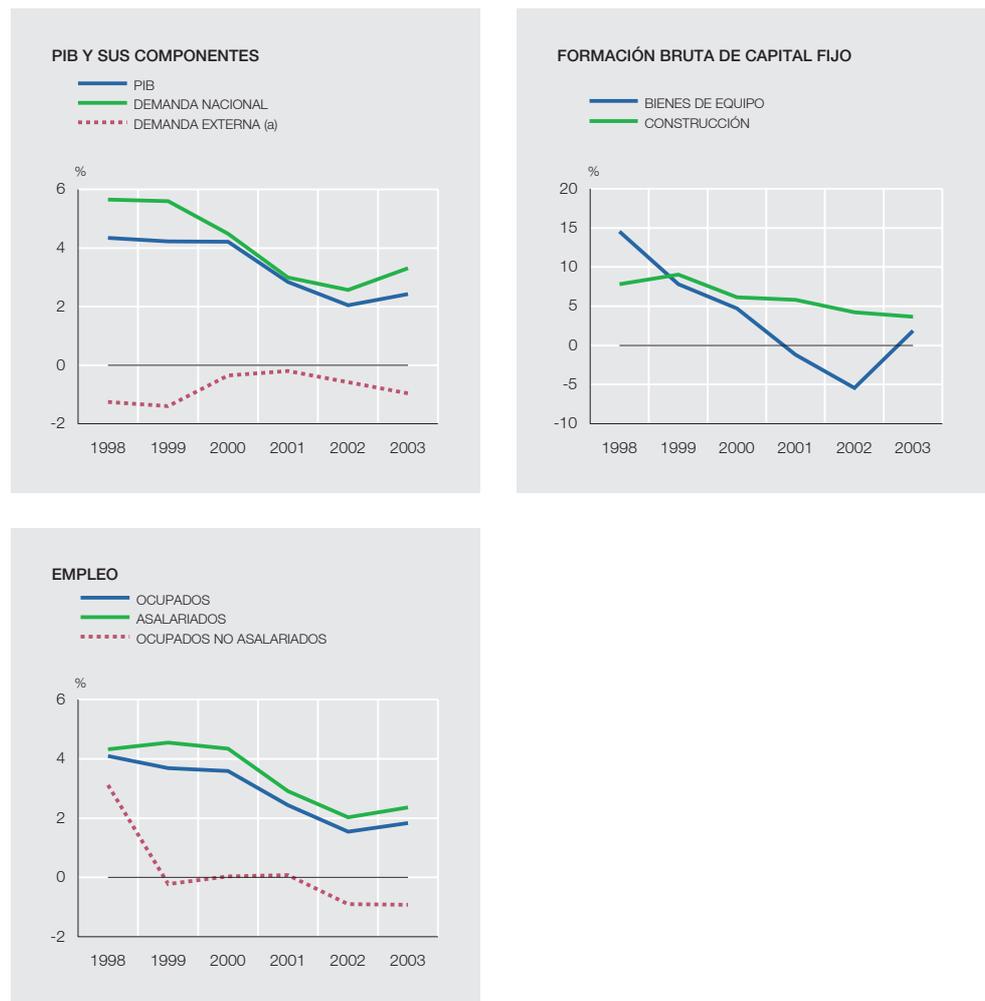
g. Niveles medios anuales para el Índice General de la Bolsa, los tipos de interés y los tipos de cambio y tasas de variación para los activos y pasivos financieros.

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.



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Aportaciones al crecimiento del PIB.

nado siendo el soporte básico de la expansión del producto en 2003, a los que se ha añadido una demanda igualmente dinámica de las Administraciones Públicas. Por otra parte, la expansión de la actividad ha seguido estando caracterizada por una elevada creación de empleo.

Los elementos que subyacen al renovado crecimiento de la economía española han sido continuación, en gran medida, de los que amortiguaron el proceso de desaceleración, y de los que, en definitiva, han sostenido un crecimiento comparativamente elevado desde la entrada en la Unión Monetaria. Los efectos expansivos derivados del paso a un régimen de estabilidad macroeconómica, que combina el mantenimiento de una baja tasa de inflación y expectativas moderadas de evolución de los precios, con niveles reducidos de los tipos de interés y una situación presupuestaria saneada, han continuado actuando.

Algunos rasgos de la coyuntura reciente han ayudado a prolongar la influencia de estos factores a lo largo de 2003 y la parte transcurrida de este año. Así, al descenso de los tipos de interés instrumentado por el Eurosistema se unió una revalorización de la riqueza financiera de los hogares, inducida por el repunte de las bolsas de valores a partir del verano. Ambos factores contribuyeron a mantener un tono expansivo de las condiciones monetarias y financieras

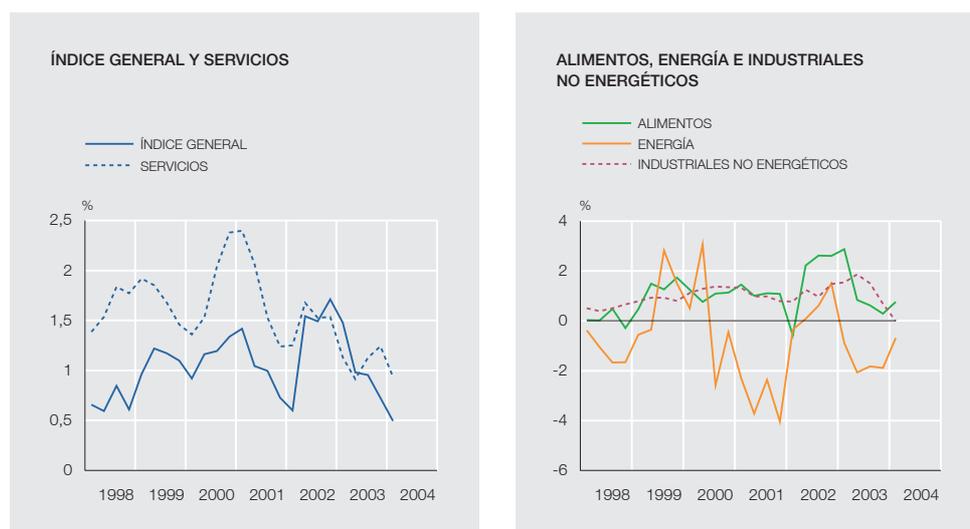
más marcado en la economía española que en el conjunto de la UEM —debido a su mayor tasa de inflación y a su posición cíclica más avanzada—, que solo fue parcialmente compensado por la apreciación del tipo de cambio del euro. La holgura de estas condiciones financieras se reflejó en la evolución del crédito a empresas y familias, que ha continuado creciendo a tasas muy elevadas, sobre todo en el caso de la financiación dirigida a los hogares, que incluso intensificó su ritmo de aumento, mientras que la dirigida a las empresas se moderó en alguna medida, aunque siguió registrando incrementos importantes.

Durante el último ejercicio la política fiscal continuó siendo un factor de estabilidad macroeconómica. Tras alcanzar el equilibrio presupuestario en 2002, las AAPP registraron un superávit en sus cuentas del 0,3% del PIB y un nuevo descenso en su ratio de deuda, que quedó situada en el 50,8%, cifras que han permitido un sobrado cumplimiento de los compromisos establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La consecución de estos resultados se apoyó, principalmente, en una nueva reducción de los gastos por intereses de la deuda pública y en el elevado rendimiento de algunas figuras impositivas, fundamentalmente de la imposición indirecta. El efecto estabilizador de estos factores fue compatible, sin embargo, con algunas acciones tendentes a sostener el tono de la actividad económica. La reforma del IRPF alimentó el crecimiento de la renta disponible de las familias, mientras que el consumo y la inversión públicos continuaron incrementándose a ritmos elevados, aunque en el caso de la inversión, a tasas menores que en años anteriores.

Uno de los rasgos que más solidez ha dado a la expansión de la demanda interna a lo largo de los últimos años ha sido la intensidad en la creación de empleo. El año pasado, el aumento del dinamismo económico se tradujo también en un mayor avance de la ocupación, que creció un 1,8%, 0,3 puntos porcentuales (pp) más que en 2002. Las características del empleo generado ilustran algunos rasgos que están acompañando su expansión. El número de asalariados con contrato fijo aumentó a tasas similares a las de años anteriores, mientras que la reactivación cíclica proporcionó un renovado impulso al empleo temporal, que es el tramo más flexible de la contratación. En el promedio del año, no obstante, la ratio de temporalidad se redujo ligeramente, hasta el 30,6% del total de asalariados. Cabe señalar también que el comportamiento del empleo fue muy distinto por actividades productivas, contrastando el ajuste de la ocupación en las manufacturas con su expansión en las ramas de servicios. La oferta de trabajo, por su parte, prosiguió aumentando de forma notable, como consecuencia del avance de la población en edad de trabajar —con una contribución significativa de la inmigración— y, en mayor medida, del incremento de la participación, sobre todo, de la población femenina. A pesar de ello, la tasa de paro, que se había elevado en 2002, frenó esa tendencia y flexionó a la baja, alcanzando un nivel medio del 11,3% de la población activa.

La notable creación de empleo coincidió con un repunte de los salarios, en el que incidieron la tasa de inflación relativamente alta con la que finalizó el año anterior —en el entorno del 4%— y la activación de las cláusulas de salvaguarda, que, como es sabido, introducen cierta inercia alcista. El incremento salarial medio pactado en 2003 se situó en el 3,5%, frente al 3,1% del año anterior y por encima de la referencia del 2%, adoptada en el Acuerdo para la Negociación Colectiva (AINC) para ese año. Este comportamiento, una vez incorporados el efecto de las cláusulas y otros costes del trabajo, dio lugar a un aumento del coste laboral medio por persona en el entorno del 4%.

A pesar de la aceleración de los costes salariales, la tasa de inflación experimentó, como ya se ha señalado, una notable corrección a la baja en 2003 que continuó al comienzo de 2004, para repuntar en los meses más recientes, al hilo de las subidas experimentadas por el precio del



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual calculadas sobre medias trimestrales en términos de índices armonizados de precios de consumo. Series homogéneas.

petróleo y en un contexto algo más estable de la cotización del euro. El incremento medio anual del IPC se redujo el año pasado en medio punto porcentual (hasta el 3%), pero el recorte de la tasa interanual en diciembre fue aún más intenso, finalizando el año en el 2,6%, casi 1,5 pp menos que al cierre del ejercicio precedente. En este ajuste incidieron factores de diversa índole. Algunos de ellos fueron consecuencia del descuento de aumentos transitorios que tuvieron lugar en 2002, como los efectos puntuales al alza que acompañaron a la puesta en circulación del euro, en la primera mitad de ese año, o los aumentos pasados de algunos precios administrados, como el del tabaco. Otros reflejaron la incidencia de elementos favorecedores de la contención de las alzas de precios, como la reducción de las tensiones registradas por los precios alimenticios, la desaceleración de los energéticos, inducida por la evolución de los precios del petróleo, y, en general, los efectos moderadores de la apreciación del euro sobre los precios de los bienes importados y de aquellos otros sujetos a la competencia de los productos procedentes del exterior. De hecho, la caída de los precios de importación permitió compatibilizar una evolución moderada de los precios finales con una aceleración de los costes laborales unitarios, sin que los márgenes de explotación por unidad de producto llegaran a contraerse.

La mejora de la inflación permitió reducir el diferencial de inflación con la zona del euro en 1 pp, aproximadamente, quedando situado en 0,7 pp al finalizar el año 2003, nivel en el que se mantenía el pasado mes de abril (véase gráfico I.3). Aunque los principales elementos que facilitaron la contención de la inflación fueron comunes a toda la zona, incidieron más en España, que partía de una tasa más alta. Además, en algunos países del área se registraron subidas impositivas (sobre el tabaco y sobre algunos productos energéticos) que no tuvieron equivalente en nuestro país, y las fuertes tensiones de precios alimenticios que surgieron en Europa, en torno a la mitad de año, tuvieron un carácter más moderado en España. A su vez, la apreciación del euro y la caída de los precios del petróleo en euros han podido tener un efecto inmediato mayor a través del componente energético del IPC español. En todo caso, la reducción del diferencial se ha localizado principalmente en los bienes comerciables, lo que estaría reflejando una mayor convergencia de tasas de inflación con la UEM en los productos con mercados más abiertos y, por tanto, una creciente sensibilidad a las fuerzas de la competencia. Este comportamiento tiende a aliviar los problemas potenciales de competitividad que se pueden derivar de la persistencia del diferencial de inflación y mitiga uno de los riesgos más importantes que afronta la economía española dentro de la UEM.

Sin embargo, la mejora del diferencial no podrá mantenerse si se basa, sobre todo, en una compresión de los márgenes empresariales en los sectores más expuestos a la competencia.

El entorno que se acaba de describir, de creación de empleo y aumento de los salarios, de corrección de la tasa de inflación, de reducción de los impuestos directos, de bajos niveles de tipos de interés y de las alzas en los mercados de valores, proporcionó el soporte necesario para que el gasto de las familias volviera a expandirse en el año 2003. Aunque la renta disponible creció un 2,8% en términos reales, algo por debajo del incremento observado en 2002, la suave recuperación experimentada por la riqueza financiera, que se hizo más intensa en la segunda mitad del año, y el aumento de la riqueza no financiera, que se incrementó a tasas similares a las alcanzadas en los dos años anteriores, impulsada por el importante crecimiento de los precios de la vivienda, respaldaron el gasto de consumo, que aumentó un 3%, cuatro décimas más que el año precedente, de manera que la tasa de ahorro se mantuvo estabilizada. El gasto en inversión residencial también registró un crecimiento vigoroso y, aunque la capacidad de financiación de los hogares se recuperó algo, la financiación concedida a este sector volvió a crecer a tasas muy elevadas, lo que ha supuesto un nuevo aumento de su ratio de endeudamiento.

El avance de la inversión residencial y, sobre todo, el empuje de la obra civil continuaron sustentando el crecimiento de la inversión en construcción, que, aunque algo menos dinámico que el año anterior, fue del 3,7% en 2003. La inversión en equipo, por su parte, se recuperó, como consecuencia principalmente del tirón experimentado en la segunda mitad de 2002, y registró un aumento del 1,9% en 2003, frente a la caída del 5,4% estimada en el año anterior. Aunque este perfil es coherente con la fase de recuperación de la economía, no se ha superado todavía el período de debilidad de la inversión en equipo, que se inició en los años 1999-2000 y que ha puesto de manifiesto una débil respuesta de este componente del gasto a unas condiciones monetarias y financieras y de crecimiento de la demanda relativamente favorables.

El escaso impulso inversor de años anteriores estuvo vinculado al esfuerzo de internacionalización realizado por las empresas españolas, que desvió hacia el exterior —principalmente en Latinoamérica— parte del gasto de capital. Posteriormente se vio agravado por la inestabilidad política y económica que caracterizó el escenario internacional desde finales de 2001, que frenó los planes de expansión empresarial de forma generalizada. El endeudamiento asumido por las empresas para financiar las inversiones en el exterior —y otro tipo de programas de ampliación como los abordados en ciertas industrias de red— y el escaso rendimiento obtenido, hasta el momento, de algunas de esas cuantiosas inversiones obligaron a las empresas a abordar procesos de saneamiento que tuvieron una repercusión negativa sobre la adquisición de bienes de equipo. En 2003, los efectos de dichos procesos comenzaron a hacerse visibles en la mayor generación de renta de las empresas y en su menor necesidad de financiación, pero la mejora de las expectativas de crecimiento, la reducción de la incertidumbre y las condiciones financieras favorables no se tradujeron en un repunte suficientemente fuerte de la inversión empresarial. La apreciación del euro pudo tener algún efecto contractivo, pero no parece que sea suficiente para explicar la debilidad de la recuperación, por lo que cabe deducir que los procesos de ajuste no se han completado y que subsisten algunos factores de incertidumbre.

En relación con las inversiones españolas en el exterior, conviene subrayar que los efectos de la crisis de algunas economías latinoamericanas, que puso a prueba el patrón de internacionalización seguido por las grandes empresas españolas, se han circunscrito a una reducción de los beneficios de las empresas involucradas, que tuvieron que hacer frente a cuantiosas

provisiones y minusvalías. No se han detectado, sin embargo, efectos importantes sobre los flujos de comercio, ni se ha producido un deterioro comparativo en las condiciones de los mercados de capitales españoles, como tampoco se han materializado las especulaciones que se habían formulado sobre una posible reducción de la disponibilidad de financiación interna. En general, las empresas afectadas han continuado creciendo a ritmos elevados, de manera que, una vez superada la fase más pronunciada de la crisis, se encuentran con una situación patrimonial saneada, habiendo preservado su estrategia de diversificación geográfica.

Finalmente, la demanda exterior neta tuvo una aportación negativa al crecimiento del PIB en 2003 de 1 pp, más intensa que en 2002, que vino acompañada de una ampliación del déficit comercial y de la necesidad de financiación de la nación, que alcanzó un 2% del PIB. Este comportamiento del sector exterior se produjo a pesar de que las exportaciones de bienes experimentaron una recuperación significativa, que les llevó a ampliar incluso su cuota de mercado, tanto en la zona del euro como en los restantes mercados. Fuera de la UEM, las empresas exportadoras siguieron una política de fuertes recortes de sus precios en euros para compensar la apreciación del tipo de cambio, mientras que en la zona del euro, donde los precios de exportación tuvieron un comportamiento más estable, los buenos resultados estuvieron ligados a las ventas de determinados productos, como los automóviles. El avance de las ventas de bienes en el exterior se vio compensado, sin embargo, por el estancamiento de los ingresos por turismo, en términos reales, tras su fuerte retroceso en 2002, y por el incremento de las importaciones, que intensificaron su capacidad de penetración en el mercado interior, apoyadas en su ganancia de competitividad.

En conjunto, la economía española continuó avanzando en 2003 hacia una gradual expansión, incorporándose a la recuperación económica internacional desde una posición cíclica más adelantada y con mayor dinamismo que la zona del euro. Las tendencias que se apuntan en 2004 confirman la prolongación de dicha trayectoria con ritmos de crecimiento moderadamente más altos, asentados en la fortaleza del consumo y la construcción, y mayores oportunidades para la reanimación de la inversión en bienes de equipo —aunque la magnitud de la misma sigue sometida a incertidumbre—, mientras que las exportaciones han podido afrontar, por el momento, la apreciación del euro sin sufrir pérdidas de cuota. El ataque terrorista del 11 de marzo, aunque se ha podido reflejar en algún componente del gasto, como el turismo, no es probable que tenga un efecto duradero que afecte a dichas tendencias. En el frente de los precios se ha interrumpido el proceso de desaceleración, como consecuencia de la presión que están ejerciendo los precios de las materias primas —energéticas y no energéticas— importadas. Habrá que procurar que estos incrementos de precios, en gran medida transitorios, no terminen incorporándose en el proceso de formación de rentas (salarios y márgenes) de la economía.

4 Los condicionantes de la sostenibilidad del crecimiento económico

La evolución reciente de la economía española confirma la existencia de unas bases sólidas para la continuidad de un proceso de expansión gradual, probablemente más moderado que el registrado durante el ciclo anterior, en el horizonte de los próximos años, si no se producen perturbaciones inesperadas. Sin embargo, algunas características del patrón de crecimiento seguido, que se ha basado en la fuerte reducción de los costes financieros y que ha estado impulsado principalmente por la fortaleza del consumo y la construcción, presentan algunos riesgos para el mantenimiento del dinamismo de la economía. Un modelo de expansión de estas características, cuando se perpetúa en el tiempo, puede dar lugar a la aparición de dificultades para el equilibrio financiero de hogares y sociedades y para la competitividad de la economía. Dificultades que, si no se afrontan adecuadamente y con la suficiente antelación, podrían obstaculizar el sostenimiento de las tasas de crecimiento que se precisan para seguir cerrando la brecha que, en términos de bienestar, nos separa aún de la media de los países del área del euro. En este epígrafe se profundiza en el alcance de los riesgos relativos a la

aparición de desequilibrios macroeconómicos y financieros —por un lado— y de los que pueden condicionar la evolución de la competitividad a medio plazo —por otro—, y se abordan algunas de las implicaciones para la formulación de la política económica que se derivan de los mismos.

Como se ha señalado anteriormente, la holgura de las condiciones financieras que han prevalecido en España se ha traducido en un intenso recurso de las empresas y, sobre todo, de las familias a la obtención de financiación para sustentar sus decisiones de gasto. La tasa de crecimiento del crédito concedido a las familias se situó al cierre del pasado ejercicio en el entorno del 19%, 3 pp más que un año antes, y ha continuado aumentando en los primeros meses de 2004. Su ratio de endeudamiento —crédito sobre renta bruta disponible (RBD)— ha superado el 90% y sobrepasa ya ligeramente la media de la UEM, tras doblarse con respecto a los registros de mediados de la década de los años noventa, aunque se mantiene aún a distancia de los niveles correspondientes a otros países como Estados Unidos o el Reino Unido.

No obstante, la tendencia decreciente de los costes financieros y el paulatino alargamiento de sus plazos de vencimiento han permitido que la carga asociada a este mayor endeudamiento se mantenga dentro de unos límites moderados, de modo que en 2003, y en porcentaje de su RBD, apenas supuso un 20% más que en 1995. Además, la riqueza bruta total (financiera y no financiera) de las familias también se expandió a un ritmo elevado, en este mismo período, de manera que el crecimiento del consumo y la inversión residencial ha sido compatible con el mantenimiento, a nivel agregado, de una sólida posición patrimonial de los hogares. Ahora bien, un patrón de comportamiento según el cual una parte creciente del gasto se financia con cargo a rentas futuras solo puede mantenerse de manera transitoria como parte de un proceso de ajuste, como el que ha vivido la economía española, desde una situación de elevados tipos de interés e incertidumbre financiera a un escenario sostenible de estabilidad macroeconómica. Cabe esperar que, superada esa etapa, este sector reduzca su ritmo de endeudamiento, evitando, así, el riesgo de incurrir en desequilibrios patrimoniales que pudieran interferir en sus decisiones de gasto.

Desde el punto de vista del alcance potencial de esta fuente de riesgos para el sostenimiento de la demanda, es importante señalar que la posición patrimonial de los hogares y, por lo tanto, sus decisiones de gasto son ahora, probablemente, más sensibles que en el pasado a la evolución de los tipos de interés y de los precios de los activos financieros de renta variable y de la vivienda. La singularidad que supone la actual coyuntura financiera en la historia económica reciente dificulta considerablemente la valoración precisa de los efectos que posibles cambios en las variables mencionadas podrían tener sobre el dinamismo del consumo y la inversión (véase recuadro I.2). No obstante, se pueden identificar, con las cautelas lógicas, algunos rasgos de la situación actual que, además del ya mencionado incremento del nivel de endeudamiento, han debido contribuir a incrementar dicha sensibilidad.

Así, alrededor del 70% de los créditos que en 2003 tenían concedidos los hogares españoles está directamente relacionado con la adquisición de vivienda. Como es conocido, esta modalidad de financiación ha tendido a materializarse de manera creciente en préstamos a tipos de interés variable y con plazos de amortización dilatados, de manera que la carga financiera que llevan asociada se ve considerablemente afectada por los posibles cambios en el tono de la política monetaria. Una sensibilidad que tiende a ser mayor cuando, como ocurre en la actualidad, los tipos de interés nominales y la inflación son reducidos. Por otro lado, la evolución de la composición de las carteras de los hogares españoles a lo largo de la pasada década se ha caracterizado por una paulatina pérdida de importancia del efectivo y los depósitos en favor de las acciones, las participaciones en fondos de inversión y de pensiones y los seguros. De

En los últimos años la economía española ha estado sujeta a múltiples transformaciones que han podido afectar a la sensibilidad de la actividad económica a los cambios en las condiciones monetarias y financieras. En particular, la mayor competencia y flexibilidad del sistema financiero y la consolidación de un entorno de estabilidad macroeconómica han facilitado el recurso de los agentes económicos a la financiación ajena y han ampliado su conjunto de posibilidades de inversión. Esta evolución ha podido contribuir a intensificar los efectos de posibles variaciones en los tipos de interés sobre el consumo y la inversión por diversas vías.

En primer lugar, la mayor accesibilidad del crédito ha permitido que las decisiones de gasto de los agentes dependan en menor medida de sus rentas corrientes, facilitando que las empresas y familias puedan distribuirlas en el tiempo de manera menos restringida. En cambio, las decisiones de consumidores y empresarios están ahora más influidas por la estimación que los agentes realicen del bienestar o los beneficios que les reporte su elección en un momento dado en lugar de en otro posterior. Es decir, el consumo y la inversión se harán más sensibles a sus *costes de oportunidad* (efecto sustitución o coste de uso) y, por lo tanto, a la evolución de los tipos de interés.

En segundo lugar, el aumento del endeudamiento del sector privado ha generado un incremento del impacto que sobre la renta de familias y los beneficios de las empresas tienen las variaciones en el coste de la financiación de la deuda contraída, lo que afecta a su capacidad directa de gasto y de obtención de préstamos adicionales para financiarlo. En el caso de los hogares estos cambios en el efecto *renta* han tendido probablemente a potenciarse como consecuencia del pronunciado descenso de la capacidad de ahorro del sector en los últimos años —que ha reducido los intereses netos percibidos— y por la pérdida de peso relativo entre los activos de las familias de instrumentos, como los depósitos, cuya rentabilidad está ligada a los tipos de interés.

Finalmente, en la medida en que una parte sustancial del crédito concedido, sobre todo el otorgado a los hogares, se encuentra colateralizado, el volumen de financiación disponible —y por lo tanto la capacidad de gasto— depende del valor de los activos de garantía de los que dispongan los prestatarios. Además, en las carteras de los agentes han perdido peso instrumentos, como el efectivo y los depósitos, que no son negociables en los mercados. Dado que el precio de los activos reales y financieros negociables guarda una relación negativa con los tipos de interés, el impacto de los movimientos de estos sobre la demanda se podría haber visto también acentuado como consecuencia de este *efecto riqueza*.

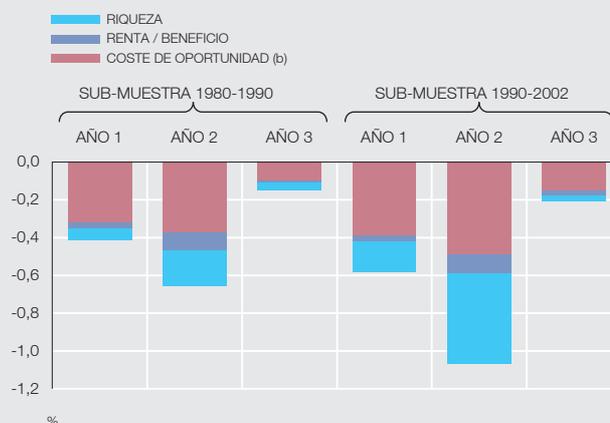
A efectos meramente ilustrativos de la magnitud de estos efectos, se ha simulado el impacto sobre el PIB de una hipotética subida de 2 pp en los tipos de interés de corto y largo plazo durante tres años, utilizando dos estimaciones distintas del modelo trimestral

de la economía española. En la primera de ellas se emplean, tan solo, las observaciones correspondientes a la década de los años ochenta del siglo pasado, mientras que la segunda abarca el período 1991-2002. En el gráfico adjunto se representan, para cada estimación, las variaciones ocasionadas por el aumento de los tipos en el crecimiento del PIB en los tres años posteriores a la perturbación. Además, se descompone el impacto total entre la contribución del efecto *coste de oportunidad* —que suma el efecto *sustitución* sobre el consumo y *coste de uso* sobre la inversión—, el efecto *renta/beneficios* y el efecto *riqueza*. Como se puede comprobar en la estimación con la primera submuestra, el impacto máximo sobre el PIB se alcanza dos años después de la perturbación (-0,64 pp), siendo el canal más relevante (y el más rápido en actuar) el del *coste de oportunidad*, que, de hecho, en el primer año representa el 75% del efecto total, mientras que el efecto *riqueza* tiene una contribución reducida. Cuando se utiliza la muestra más reciente, los efectos de la perturbación son de una magnitud muy superior, si bien no se altera el perfil de impacto, cuyo máximo continúa situándose en el segundo año (-1,04 pp). En cambio, el efecto *riqueza* pasa ahora a ser el más importante en el segundo año, en consonancia con el intenso crecimiento de la modalidad de financiación con garantía real en el pasado reciente.

De este modo, los cambios observados en la composición de los balances patrimoniales de empresas y familias españolas inciden de manera directa en la forma en la que se transmiten los impulsos monetarios y financieros sobre el consumo y la inversión, tendiendo a incrementar de manera no despreciable el impacto potencial de las variaciones en los tipos de interés sobre la actividad económica.

EFFECTOS SOBRE EL CRECIMIENTO DE UN AUMENTO DE 2 PP EN LOS TIPOS DE INTERÉS

CONTRIBUCIONES AL EFECTO SOBRE EL PIB (a)



FUENTE: Banco de España.

- a. Puntos porcentuales sobre el escenario base.
- b. Suma del efecto del coste de uso y del efecto sustitución.

este modo, el peso relativo de los activos de renta variable que, de manera directa o indirecta, están en poder de las familias prácticamente duplica el de comienzos de la década de los años noventa y casi se ha igualado con el del efectivo y los activos de renta fija.

Asimismo, la vivienda en propiedad representa más de las tres cuartas partes de la riqueza total neta de las familias españolas, una proporción que se ha visto sostenida en el pasado reciente como resultado tanto del dinamismo de las adquisiciones como del proceso de intensa revalorización que se ha venido experimentando desde 1997. Desde este punto de vista, resulta muy relevante el comportamiento de los precios de la vivienda. Aunque, como ocurre con cualquier activo, es muy difícil calibrar con precisión su nivel de equilibrio, las estimaciones disponibles sugieren la existencia en los últimos años de una cierta sobrevaloración que durante 2003 se mantuvo, ya que según los últimos datos publicados por el Ministerio de Fomento los precios crecieron un 17% en dicho año. De hecho, la oferta de viviendas, aunque se ha mostrado más flexible que en el pasado —como cabe deducir del elevado ritmo de crecimiento de las nuevas viviendas—, no ha sido capaz de satisfacer completamente la fuerte presión que la demanda ha continuado ejerciendo. No obstante, cabe esperar que, a pesar de la incertidumbre que comporta una situación como la descrita, prevalezca un escenario de absorción ordenada del desajuste existente mediante una pronta desaceleración de los precios, como ocurrió en episodios anteriores, de manera que se eviten reacciones que pudieran llegar a incidir en la capacidad de gasto del sector.

Análogamente, hay que tener en cuenta que la mayor sensibilidad del consumo y de la inversión residencial frente a cambios en la posición financiera del sector ha venido acompañada de un estrechamiento de su margen de maniobra para absorber desarrollos desfavorables sin tener que recurrir a un recorte del gasto o a un incremento del endeudamiento. La parte de renta bruta disponible que los hogares destinan al ahorro, una vez atendida la carga de intereses y amortización generada por sus deudas, se situó en el 2% a finales del pasado ejercicio, 6 pp menos que a mediados de la década de los noventa. No se puede descartar, además, que para un porcentaje significativo de las familias españolas el colchón disponible sea aún menor, ya que la distribución del ahorro, el endeudamiento o la carga financiera agregados no es uniforme —aunque no existe información suficiente para una cuantificación precisa de este fenómeno.

Las ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras españolas también han crecido de manera sustancial durante los últimos años y, como en el caso de los hogares, han alcanzado con cierta rapidez la media de los países de la UEM. Asimismo, la tendencia decreciente de los costes de la financiación ha permitido que la carga asociada a la mayor deuda se haya mantenido en valores reducidos. La financiación captada por el conjunto de las empresas creció, en 2003, a una tasa en el entorno del 14%. Este comportamiento a nivel agregado coincidió, no obstante, con un proceso de saneamiento de los balances de las empresas de mayor tamaño y una clara recuperación de sus resultados. De este modo, los indicadores sintéticos, que a partir de los datos desagregados de la Central de Balances permiten resumir la influencia de las condiciones financieras sobre las decisiones de inversión y empleo, muestran una cierta mejora de la situación con respecto a 2002 y, sobre todo, evidencian unos niveles de presión financiera inferiores a los promedios históricos.

En consecuencia, la posición financiera de las empresas, tanto cuando se contempla desde un punto de vista agregado como cuando se toma en consideración la información disponible a un nivel más desagregado, no representa ningún obstáculo para un mayor dinamismo de la inversión en bienes de equipo y del empleo. No obstante, los niveles de endeudamiento alcan-

zados suponen, como en el caso de los hogares, una mayor exposición relativa de las sociedades a un posible aumento de los costes de refinanciación de sus pasivos o a una evolución desfavorable de sus resultados y, por consiguiente, han elevado la sensibilidad de sus decisiones de gasto al comportamiento de las variables financieras relevantes.

La situación financiera de las empresas es, en principio, propicia para que la inversión en equipo adquiera un mayor dinamismo, de manera que, junto con las exportaciones, impulse una transición gradual hacia un patrón de crecimiento más equilibrado. Este dinamismo es imprescindible para soslayar los riesgos de que una prolongada debilidad de este tipo de inversión pueda limitar las posibilidades de crecimiento a largo plazo, al afectar negativamente a la innovación y a la productividad y, por tanto, a la competitividad de la economía.

A este respecto, cabe señalar que la productividad aparente del trabajo volvió a mostrar en 2003 tasas de aumento muy moderadas y que el sector industrial experimentó pérdidas de empleo de relativa intensidad, que parecen reflejar el impacto de una presión competitiva creciente. El bajo crecimiento de la productividad está relacionado, sin duda, con la intensidad en la generación de empleo que caracteriza al comportamiento de la economía en los últimos años y que se está manifestando en avances muy moderados de la relación capital-trabajo. Esta pauta ha resultado adecuada para progresar en la absorción de la elevada tasa de desempleo que existía, pero no debe ignorarse que, al mismo tiempo, se viene registrando un escaso dinamismo de la productividad total de los factores, que puede ser indicativo —a pesar de las dificultades que existen para estimar con precisión esta variable— de la limitada influencia que la incorporación de innovaciones en los procesos productivos está teniendo en la eficiencia de la economía. En cualquier caso, la debilidad de la inversión productiva no favorece la adaptación de la especialización productiva a un entorno en el que se están recrudeciendo las presiones de la competencia, tal como está ocurriendo en los sectores en los que España mantenía tradicionalmente ventajas comparativas, como las industrias de bajo nivel tecnológico y más intensivas en mano de obra —que se enfrentan a la competencia creciente que ejercen los países emergentes— y las que se engloban en la categoría de tecnología media-alta —la industria del automóvil, en particular—, en las que los países del Centro y el Este de Europa ofrecen grandes posibilidades de desarrollo.

La competitividad de la economía puede verse obstaculizada también por ciertas características del funcionamiento de los mercados de factores y de productos que dificultan la eficiencia en los procesos de formación de costes y precios e introducen distorsiones en la asignación de recursos. En el ámbito de la formación de costes, el sistema actual de negociación colectiva conduce a incrementos salariales muy homogéneos entre sectores y empresas, independientemente de la situación cíclica a la que se enfrentan o de su grado de exposición a la competencia. La capacidad para trasladar esos incrementos salariales a precios y mantener los márgenes de explotación de las empresas es muy inferior en las ramas más expuestas a la competencia exterior o en las que la demanda presenta una mayor debilidad, por lo que la excesiva homogenización en el comportamiento salarial puede erosionar su rentabilidad y competitividad.

El análisis de la evolución de los márgenes permite ilustrar este extremo. Detrás del acusado dinamismo que ha mostrado en los últimos años esta variable a nivel agregado se encuentran episodios de ampliación de márgenes de gran intensidad en las ramas de construcción y de servicios —las menos expuestas a la competencia exterior y en las que la presión de la demanda ha sido más elevada—, aunque en 2003 parece detectarse una pausa en este proceso en las ramas de servicios. En cambio, en los sectores industriales —en los que se

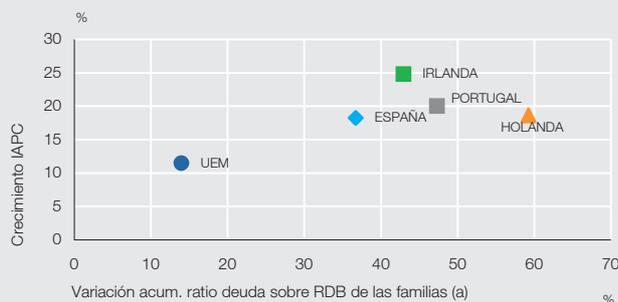
En una unión monetaria, las diferencias en la posición cíclica de los Estados miembros hacen que la orientación de la política monetaria única no ejerza el mismo efecto estabilizador en cada una de las economías nacionales. En aquellos países en los que las condiciones monetarias y financieras resultan relativamente más holgadas, existe mayor probabilidad de que se acumulen algunos desequilibrios en forma de diferenciales de inflación y de un elevado aumento de la financiación al sector privado. En el caso de la UEM esta situación se ha observado recientemente en algunos países, entre ellos, Portugal, España, Holanda e Irlanda (véase gráfico 1).

Los desequilibrios macro-financieros pueden terminar afectando al dinamismo de las economías. Así, aunque no sean responsables del cambio cíclico, sí parecen haber desempeñado un papel no despreciable en la intensidad de la desaceleración económica reciente en Holanda y Portugal. En ambos países, la crisis internacional se manifestó de una forma severa, y todavía no se han observado síntomas de recuperación. Esta situación contrasta, en cambio, con la economía española e irlandesa, que han mostrado cierta resistencia y, aunque también experimentaron una ralentización económica, han mantenido un diferencial de crecimiento positivo frente al promedio de la zona euro (véase gráfico 2).

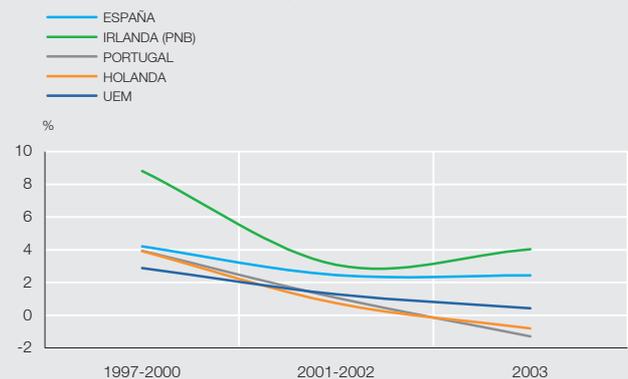
Existen algunos aspectos específicos que permiten entender la distinta evolución de estos países en el período reciente. Así, en primer lugar, los diferenciales de inflación respecto al área euro determinaron una pérdida de competitividad que, medida por el tipo de cambio efectivo real en términos de los costes laborales unitarios, resultó relativamente mayor en Portugal y Holanda, países donde al final de la etapa expansiva se produjeron elevadas presiones salariales (véase gráfico 3). En Portugal, además, esta evolución se reflejó en un abultado déficit por cuenta corriente, de los mayores entre los países industrializados (9% del PIB en 2000). En el caso de Irlanda, sin embargo, el efecto negativo de la inflación sobre su competitividad se vio contrarrestado por las ganancias de productividad.

Por otro lado, existen también algunos rasgos diferenciales en relación con el crecimiento de la deuda del sector privado y, en particular, de los hogares. En Irlanda, España y Portugal el endeudamiento de las familias partía, en 1997, de niveles inferiores a los del conjunto de la UEM y su crecimiento responde, en gran medida, a factores estructurales relacionados con la integración económica y monetaria. En Portugal, no obstante, el recurso a la financiación fue más intenso y en 1999 la ratio de endeudamiento superó el nivel medio de la UEM. En Holanda, por el contrario, la deuda de las familias partía, en 1997,

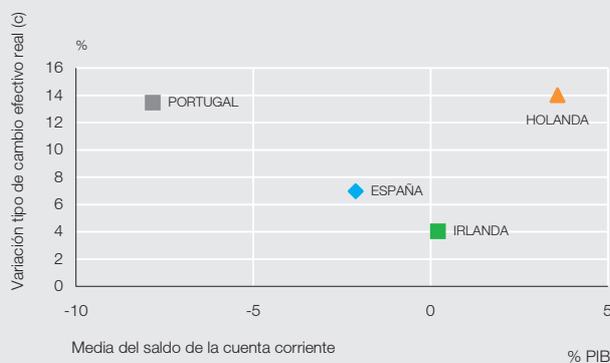
1. INFLACIÓN Y DEUDA DE LAS FAMILIAS 1997-2003



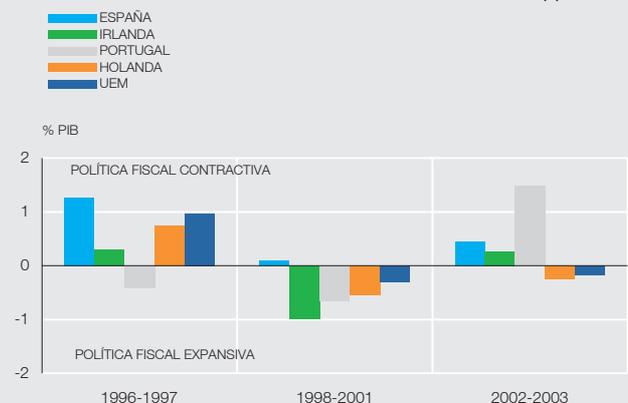
2. CRECIMIENTO MEDIO PIB REAL (b)



3. COMPETITIVIDAD Y SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE 1997-2003 (b)



4. VARIACIÓN MEDIA DEL DÉFICIT PRIMARIO AJUSTADO DEL CICLO (b)



FUENTES: BCE y Comisión Europea.

- a. El año 2003 es una estimación. En el caso de Irlanda solo se considera el crédito frente a las IFM.
- b. Previsiones de primavera de la Comisión Europea para 2003.
- c. Respecto a los costes laborales unitarios, con relación a 22 competidores. Un incremento significa pérdida de competitividad

de unos niveles relativamente elevados, por encima de los del área. Además, las decisiones de consumo de los hogares en este país estuvieron estrechamente ligadas a la evolución del precio de los activos, y en particular de la vivienda, ya que una proporción elevada de los préstamos hipotecarios estaba vinculada al reembolso del capital inmobiliario mediante la renegociación y contratación de segundas hipotecas.

Finalmente, en España es importante destacar que el tono restrictivo de la política fiscal en el período de 1998 a 2001 ha contribuido a compensar el efecto de las condiciones monetarias holgadas, lo que contrasta con la experiencia de los otros países analizados en este recuadro (véase gráfico 4). En algunos de estos países, como Portu-

gal, la falta de consolidación en la fase expansiva del ciclo no solo contribuyó a agudizar los desequilibrios sino que obligó, además, a que la política fiscal adoptase un tono procíclico en la fase de desaceleración, agravando de este modo la intensidad de la ralentización económica.

En definitiva, las experiencias recientes de Holanda y Portugal sugieren que la existencia de desequilibrios macro-financieros alimentados por unas condiciones monetarias laxas puede haber contribuido a aumentar la intensidad de la desaceleración económica. En este contexto, la orientación de la política fiscal puede resultar una herramienta eficaz para limitar el alcance de estos desequilibrios y evitar que terminen afectando a la estabilidad de la economía.

localizan las empresas exportadoras, principalmente—, tras varios años de pérdidas acumuladas de rentabilidad, los márgenes experimentaron una modesta recuperación. No obstante, ha sido, precisamente, la dificultad para absorber una nueva compresión de márgenes, una vez desaparecido el efecto positivo sobre los beneficios empresariales de los descensos en la carga financiera, la que, posiblemente, ha llevado a reducir el empleo en el sector y a moderar por esta vía los costes laborales por unidad de producto. Parece, por tanto, que las industrias exportadoras han tenido que recurrir a incrementos en la productividad inducidos mediante ajustes en el empleo para recuperar la competitividad y la rentabilidad. Esta estrategia empresarial ha permitido seguir incrementando la presencia de los productos españoles en los mercados de exportación, incluso en un contexto de intensa apreciación del euro, y ha ayudado a reducir los diferenciales de inflación con nuestros principales socios comerciales. Pero esta forma de ajuste no puede prolongarse de manera indefinida, porque las ganancias de productividad que se pueden cosechar a través de procesos de contracción del empleo se hacen a costa de una reasignación de factores contraria al mantenimiento de una posición competitiva sólida a largo plazo.

Las consideraciones anteriores y la experiencia acumulada en otros países (véase recuadro I.3) tienden a subrayar la importancia de que la política económica contribuya a reducir los riesgos de desequilibrios financieros en las empresas o los hogares o de deterioro de la competitividad de la economía. Más concretamente, la sostenibilidad del dinamismo económico requiere una política fiscal capaz de compensar suficientemente las tensiones que genera una política monetaria común relativamente laxa para nuestra posición cíclica y una mayor profundización en las reformas que ayuden a aumentar la flexibilidad de la oferta.

Desde el ingreso de España en la UEM, la política presupuestaria ha llevado el peso de la estabilización macroeconómica. Las cuentas públicas han registrado resultados cada vez más favorables, hasta alcanzar una posición excedentaria en 2003 y niveles de deuda pública descendentes, progresivamente alejados del umbral del 60% del PIB. Este comportamiento se ha visto favorecido, en gran medida, por diseños institucionales que han incidido en el sistema presupuestario y que han culminado con la entrada en vigor de la Ley de Estabilidad Presupuestaria en 2003 (véase recuadro I.4). Si las condiciones monetarias no varían significativamente, el mantenimiento de un tono fiscal similar a los de los últimos años podría resultar insuficiente para afrontar la fase de expansión de la actividad que se prevé para los próxi-

mos años. Otras consideraciones de medio plazo, como el impacto del envejecimiento de la población sobre el gasto público, apuntan también en la dirección de avanzar en la consolidación presupuestaria. La intensidad del aumento del gasto que ello genere dependerá de un conjunto amplio y complejo de variables, pero, incluso en el escenario más favorable de evolución demográfica y de aumentos sustanciales de las tasas de participación y de ocupación, los esfuerzos que habrá que hacer para absorberlo en los próximos años tendrán que ser muy importantes. Será imprescindible profundizar en la reforma del sistema de pensiones, en línea con las que se han introducido en otros países europeos, para asegurar su sostenibilidad, y continuar el saneamiento de las finanzas públicas de manera que aumente el margen para afrontar los compromisos futuros. Esta orientación global debería simultanearse con el objetivo de mejorar la calidad de las finanzas públicas, tanto en términos de composición del gasto como de los ingresos, de manera que contribuya al impulso de los incrementos de productividad necesarios. Una política fiscal así definida estaría en línea con los objetivos establecidos para la UE por el Consejo Europeo de Lisboa en la primavera de 2000, confirmados y concretados posteriormente en la cumbre de Barcelona.

Como es sabido, el aspecto central de la Agenda de Lisboa es profundizar en el proceso de reformas estructurales necesarias para impulsar la creación de empleo y la productividad en la UE. El balance de los progresos realizados por España en estas materias es relativamente positivo en términos de empleo y de participación en el mercado de trabajo, así como de la apertura a la competencia de varios mercados estratégicos de redes. Los avances en el ámbito de la inversión en los sectores del conocimiento y de la productividad han sido, en cambio, moderados (véase, de nuevo, el recuadro I.1).

El dinamismo del empleo refleja, en buena medida, la efectividad de las reformas que se han instrumentado en los últimos años. Pese a ello, persiste una elevada temporalidad que genera efectos negativos sobre la productividad, a través de la excesiva rotación de la mano de obra y de los menores incentivos a la inversión en capital humano, por lo que es necesario seguir avanzando en las reformas encaminadas a potenciar el empleo estable. En el ámbito de la negociación colectiva, como ya se ha señalado, los avances han sido muy modestos, continuando pendiente la modificación de aquellos elementos que impiden una evolución diversificada de los salarios, que tenga en cuenta las diferencias sectoriales de productividad y evite los elementos inerciales que se derivan de una estrecha relación entre incrementos salariales e inflación.

Por último, deben señalarse otras dos áreas sobre las que es preciso actuar de forma prioritaria para asegurar el buen funcionamiento de la economía. De una parte, el fuerte crecimiento del precio de la vivienda en los últimos años refleja, entre otros aspectos, la existencia de restricciones sobre la oferta del suelo que aumentan las presiones sobre sus precios y cuya eliminación requiere una planificación urbanística más flexible y la aceleración de los procedimientos para disponer de terreno edificable. Aunque, simultáneamente, habrá que mejorar también el funcionamiento del mercado de alquileres. De otra parte, la normativa relativa al comercio minorista contiene aún demasiadas restricciones a la competencia y a la libertad de empresa, que podrían estar introduciendo distorsiones en la formación de precios del sector y restar eficiencia y dinamismo a su funcionamiento. En ambos casos, las competencias regulatorias de las CCAA son importantes, por lo que la revisión de estas normas debe realizarse con el suficiente grado de coordinación y con la perspectiva, sobre todo, de asegurar la unicidad del mercado.

En definitiva, la economía española ha mostrado en su evolución reciente unas condiciones adecuadas para proseguir una senda de gradual expansión que le permitirá aproximarse a los estándares de progreso y bienestar propios de los países europeos más avanzados. Para que

La experiencia comparada demuestra que el éxito en materia de disciplina presupuestaria depende, en gran medida, de diseños institucionales adecuados. En particular, el funcionamiento correcto del procedimiento presupuestario se considera un elemento clave para el logro de la disciplina fiscal. En este sentido, la introducción de cambios en los mecanismos de control de la ejecución presupuestaria en España en los últimos años parece haber contribuido de manera relevante al proceso de consolidación fiscal.

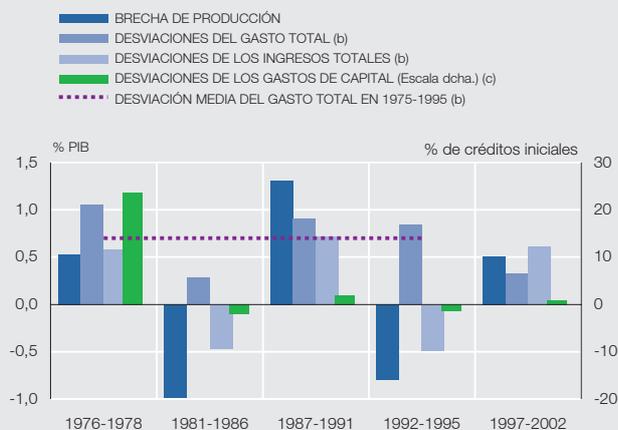
Con anterioridad a la incorporación de estos elementos disciplinadores, la ejecución presupuestaria del Estado mostró, con frecuencia, discrepancias entre las cifras previstas y la ejecución final del gasto. En el período 1975-1995, las desviaciones presupuestarias —entendidas como la diferencia entre el gasto finalmente reconocido y el inicialmente previsto— se situaron, en media anual, en torno al 0,7% del PIB y al 4,6% de los créditos iniciales (véase gráfico 1). A partir de 1996, la introducción en los Presupuestos Generales del Estado de cada año de distintas normas limitativas de la ejecución del gasto permitió, por el contrario, una reducción significativa de las desviaciones presupuestarias, que se situaron, en media del período 1997-2002, por debajo del 0,3% del PIB (1,4% en términos de los créditos inicialmente aprobados).

El mayor control en la ejecución del gasto puede ser relevante, asimismo, no solo como mecanismo para garantizar el cumplimiento del presupuesto sino, también, como instrumento para facilitar el papel estabilizador de la política fiscal. En este sentido, es importante destacar que las mayores desviaciones presupuestarias, en porcentaje del PIB, se produjeron en las expansiones económicas (períodos 1976-1978 y 1987-1991), lo que supone un comportamiento procíclico que se manifestaba, sobre todo, en aquellas partidas, como la inversión pública, sobre las que se posee un mayor grado de discrecionalidad durante el ejercicio. Simultáneamente, en estas fases de mayor dinamismo económico se observa la existencia de desviaciones positivas sistemáticas entre los ingresos finalmente recaudados y los previstos en los Presupuestos. En la última fase expansiva (1997-2002), sin embargo, el mayor control en la ejecución del gasto público permitió mantener las desviaciones presupuestarias en la ejecución del gasto en niveles moderados, a pesar de que los ingresos aumentaron muy por encima de lo presupuestado (véase gráfico 1).

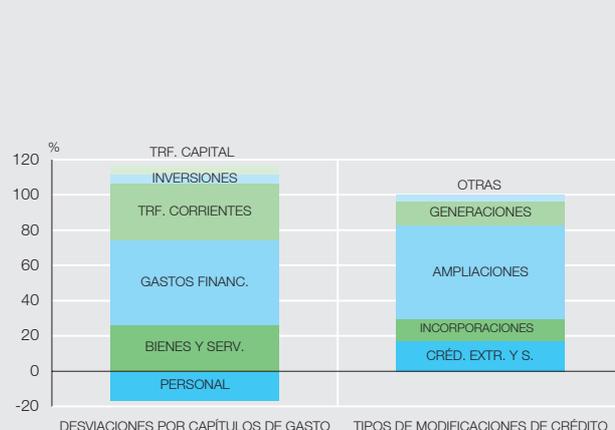
La aprobación de las leyes de Estabilidad Presupuestaria, que entraron en vigor el pasado año, y de la Ley General Presupuestaria, que, entre otros aspectos, desarrolla algunos elementos de aquella, ha supuesto la introducción de nuevos mecanismos de disciplina. En relación con el control del gasto, estas leyes obligan a que el Pleno del Congreso apruebe en el primer cuatrimestre de cada año el objetivo de estabilidad presupuestaria del conjunto de las Administraciones Públicas y de cada uno de sus agentes para los tres años siguientes, así como el límite máximo de gasto no financiero del Presupuesto del Estado para el siguiente año. Este límite debe incluir un Fondo de Contingencia, equivalente al 2% del mismo, con el que se pueden atender necesidades de gasto de carácter no discrecional y no previstas en el presupuesto inicial que surjan de su ejecución. En 2003, primer año de aplicación de las Leyes de Estabilidad Presupuestaria, el límite máximo de gasto del Estado y el correspondiente Fondo de Contingencia se establecieron en 114.517 y 2.290 millones de euros, respectivamente. La cuantía del Fondo tenía en sí misma un carácter muy restrictivo, dado que representaba cerca de la mitad del valor medio de las modificaciones de crédito aplicadas al gasto no financiero del Estado en los últimos años. Como resultado, las ampliaciones de créditos registraron en 2003 una nueva reducción, situándose en el 0,2% del PIB (1% de los créditos iniciales).

A pesar de los logros mencionados en materia de disciplina fiscal, algunas características de las desviaciones presupuestarias de los últimos años permiten afirmar que todavía existe un cierto margen de mejora en términos de la ejecución presupuestaria. De un lado, las modificaciones de crédito siguen instrumentándose, en gran medida, a través de mecanismos en los que hay implícito un menor grado de control del Parlamento (ampliaciones y remanentes de crédito frente a créditos extraordinarios y suplementarios). De otro lado, el capítulo de compras de bienes y servicios mantiene desviaciones muy elevadas, de forma que, en términos de los créditos inicialmente aprobados, alcanzaron el 22,9% en media del período 1997-2003 (véase gráfico 2). Finalmente, el elevado nivel de descentralización del gasto público alcanzado en España, junto con la persistencia de ciertos desequilibrios fiscales y desviaciones en relación con los objetivos presupuestarios inicialmente marcados en las Administraciones territoriales, parece hacer necesaria la extensión de los mecanismos de control de los procedimientos presupuestarios a estas Administraciones.

1. DESVIACIONES PRESUPUESTARIAS DE GASTOS E INGRESOS Y CICLO ECONÓMICO (a)



2. ESTRUCTURA DE LAS MODIFICACIONES DE CRÉDITOS MEDIA ANUAL 1997-2003



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

- a. Promedios anuales.
- b. Porcentaje del PIB.
- c. Porcentaje de los créditos iniciales.

esta trayectoria se mantenga de manera prolongada será necesario que la inversión productiva y las exportaciones desempeñen un mayor protagonismo como motores del crecimiento, que se modere el ritmo de crecimiento de la financiación al sector privado y que se fortalezcan las bases de la competitividad de la economía. Estos son los retos que han de abordarse con los instrumentos de política económica que, como la política fiscal o las políticas de oferta, se mantienen bajo la responsabilidad de las autoridades nacionales. De su capacidad para mantener un tono fiscal que sea suficientemente estabilizador y para avanzar decididamente en el cumplimiento de los objetivos planteados en la Agenda de Lisboa dependerá que las favorables perspectivas actuales se puedan proyectar a más largo plazo.

II EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

El entorno exterior del área del euro

1 *Una recuperación más vigorosa y extendida*

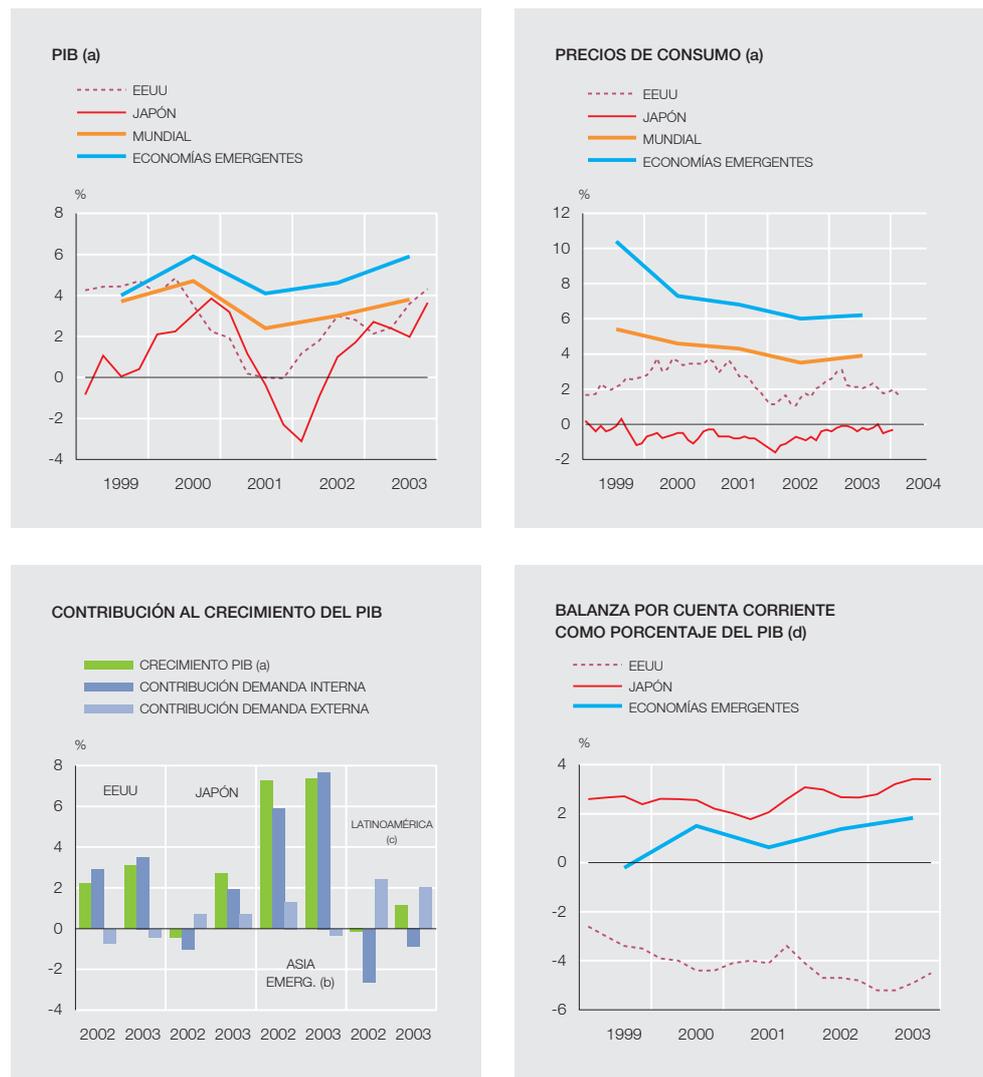
A medida que transcurría el año 2003, la recuperación económica internacional fue adquiriendo mayor vigor y ampliando su base geográfica fuera de Estados Unidos, para abarcar otros países industrializados y economías emergentes. Esta favorable evolución fue compatible con el mantenimiento de la inflación en niveles muy reducidos, a pesar de los aumentos de los precios de las materias primas y del petróleo. El tono más firme de la actividad, que vino acompañado de una disminución de la incertidumbre y de una mejora de las condiciones de los mercados financieros internacionales, siguió apoyado por unas políticas monetarias y fiscales muy expansivas. Las diferencias entre los ritmos de crecimiento y entre las políticas económicas aplicadas en las áreas más importantes tuvieron su reflejo en la ampliación de los principales desequilibrios exteriores y en la notable depreciación del dólar, en particular frente al euro.

Con excepción de la zona del euro, las áreas más importantes experimentaron, en mayor o menor medida, una aceleración del crecimiento en 2003 (véase gráfico II.1). Dentro de los principales países industrializados, Estados Unidos fue la economía más dinámica, aunque también es destacable la recuperación de Japón, tras varios años de recesión y atonía (véase cuadro II.1). Entre los países emergentes, cabe destacar los elevados ritmos de crecimiento en Asia —liderados por China—, en Rusia y, en menor medida, en Europa central y del este. América Latina, aunque consiguió salir de la recesión en la que se encontraba en 2002, creció a tasas reducidas (véase cuadro II.2). En conjunto, la elevada dependencia del crecimiento mundial respecto de la economía norteamericana, que ha sido una característica de los últimos años, ha tendido a reducirse, gracias al dinamismo de China y otras economías emergentes de Asia y a la recuperación de Japón.

En las economías más dinámicas la aportación de la demanda interna fue, en general, relativamente elevada y mostró, en comparación con 2002, un cambio hacia una contribución ligeramente mayor de la inversión y algo menor del consumo privado, especialmente en la segunda parte del año. Esta recuperación de la inversión fue posible, en parte, gracias al saneamiento financiero de las empresas en los últimos años, que ha permitido afrontar la financiación de nuevos proyectos sin el lastre de un endeudamiento excesivo.

El comercio mundial creció en 2003 en torno al 4%, gracias en buena medida a la aportación de Asia, lo que supuso un incremento respecto al 2,9% de 2002, pero lejos aún de las tasas medias del 8% de la segunda mitad de la década de los noventa. Aunque las perspectivas para 2004 son favorables, existen dudas sobre si el dinamismo del comercio mundial puede retornar en el medio plazo a los ritmos de expansión de la segunda parte de los años noventa, ya que apenas se han producido avances en el proceso de negociación multilateral en la ronda de Doha y han aflorado incluso algunas actitudes proteccionistas.

En 2003 tendieron a profundizarse, en general, los desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente en las principales zonas (véase gráfico II.1): el déficit estadounidense continuó creciendo, hasta alcanzar casi el 5% del PIB; aumentó el superávit de Japón, que rebasó el 3%; se mantuvo el superávit de las economías emergentes de Asia en torno al 4%; y se redujo ligeramente el moderado excedente europeo (0,7%). La ampliación del déficit exterior de Estados Unidos vino, en buena parte, asociada a un rápido aumento del déficit público y resultó un factor determinante en la intensa depreciación del dólar durante 2003, que fue del 15% en términos efectivos nominales. Esta depreciación fue especialmente acusada frente al euro (en



FUENTES: Estadísticas nacionales, Goldman Sachs y FMI.

- a. Tasas de variación interanual.
- b. Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwan y China.
- c. Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Perú y Venezuela.
- d. (+) superávit, (-) déficit.

torno a un 25% desde comienzos de 2003 hasta los mínimos alcanzados a mediados de febrero de 2004), si bien tendió a corregirse parcialmente con posterioridad. Frente al yen, la depreciación fue más moderada (en torno al 15%, hasta los mínimos alcanzados a finales de marzo de 2004), y apenas hubo variaciones frente a las divisas de China y algunas otras economías asiáticas.

Japón y otras economías emergentes de Asia —cuyos abultados superávit por cuenta corriente han venido acompañados, en algunos casos, por fuertes entradas de capitales— continuaron frenando la tendencia a la apreciación de sus monedas frente al dólar mediante cuantiosas intervenciones en los mercados de cambios, lo que alimentó una acumulación adicional de reservas de divisas en estos países, que actualmente mantienen en torno a un 60% de las reservas mundiales. Como se ha señalado en el capítulo I, aunque la reciente depreciación del dólar debería tender a corregir los desequilibrios globales, el hecho de que se haya producido frente a las monedas de economías con una posición exterior relativamen-

	1999	2000	2001	2002	2003	2003			
						I TR	II TR	III TR	IV TR
ESTADOS UNIDOS									
PIB (a)	4,5	3,7	0,5	2,2	3,1	2,1	2,4	3,6	4,3
Consumo privado (a)	5,1	4,7	2,5	3,4	3,1	2,3	2,5	3,7	3,9
Inversión privada (a)	8,3	6,5	-3,2	-3,7	4,4	1,1	2,4	6,1	7,9
Demanda externa (b)	-1,0	-0,9	-0,2	-0,7	-0,4	0,8	-1,3	0,8	-0,3
Saldo Administraciones Públicas (c)	0,9	1,6	-0,2	-3,3	-4,8				
IPC (a)	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3	2,9	2,2	2,2	1,9
Balanza cuenta corriente (c)	-3,1	-4,2	-3,9	-4,6	-4,9	-4,9	-5,0	-5,0	-4,9
Tasa de paro (d)	4,2	4,0	4,8	5,8	6,0	5,8	6,1	6,1	5,9
JAPÓN									
PIB (a)	0,2	2,8	0,4	-0,4	2,7	2,8	2,3	2,1	3,3
Consumo privado (a)	0,2	1,0	1,7	0,9	1,1	1,1	1,0	0,1	2,2
Formación bruta de capital fijo (a)	-0,9	2,7	-1,1	-6,1	3,2	0,7	4,2	2,9	5,1
Demanda externa (b)	-0,3	0,5	-0,7	0,7	0,7	0,7	0,4	0,8	0,9
Saldo Administraciones Públicas (c)	-7,2	-7,4	-6,1	-7,1	-7,4				
IPC (a)	-0,3	-0,7	-0,7	-0,9	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Balanza cuenta corriente (c)	2,6	2,5	2,1	2,8	3,2	2,8	2,8	3,0	3,2
Tasa de paro (d)	4,7	4,7	5,0	5,4	5,2	5,4	5,4	5,2	5,1
REINO UNIDO									
PIB (a)	2,8	3,8	2,1	1,6	2,2	2,0	2,3	2,3	2,8
Consumo privado (a)	4,6	4,4	3,1	3,4	2,8	2,6	2,4	3,1	3,2
Formación bruta de capital fijo (a)	1,6	3,6	3,6	1,8	2,6	3,6	1,6	2,2	2,9
Demanda externa (b)	-1,0	-0,1	-0,6	-1,3	-0,4	-0,6	-0,5	-0,7	0,2
Saldo Administraciones Públicas (c)	1,1	3,9	0,7	-1,6	-3,2				
IPC armonizado (a)	1,3	0,8	1,2	1,3	1,4	1,5	1,3	1,4	1,3
Balanza cuenta corriente (c)	-2,7	-2,5	-2,4	-1,7	-1,7	-1,3	-1,2	-1,6	-1,7
Tasa de paro (d)	6,0	5,4	5,1	5,2	5,0	5,1	5,0	5,0	4,9

FUENTES: FMI, estadísticas nacionales y Comisión Europea.

- a. Tasa interanual.
b. Contribución al aumento del PIB.
c. Porcentaje del PIB.
d. Porcentaje de la población activa. Media de cada período.

te equilibrada y que están experimentando más dificultades para incorporarse a la fase alcista del ciclo, como el área del euro, y no frente a las monedas de países fuertemente superavitarios en sus cuentas exteriores y cuyas economías mantienen un elevado dinamismo, suscita dudas acerca de la medida en que la trayectoria reciente de los mercados de divisas puede contribuir eficazmente a la corrección de estos desequilibrios. De ahí que las reuniones del G7 de Dubai, en septiembre de 2003, y de Boca Ratón, en febrero de 2004, incidieran en la necesidad de aumentar la flexibilidad de los regímenes de tipo de cambio como mecanismo de ajuste de los desequilibrios exteriores en aquellos países que, como los asiáticos, han mantenido un grado elevado de rigidez cambiaria frente al dólar.

El precio del petróleo experimentó intensas fluctuaciones durante el año, aunque dentro de una tendencia alcista que se ha confirmado en los primeros meses de 2004. La guerra en Irak produjo un repunte y una posterior caída del precio del crudo a finales del primer trimestre. Sin embargo, los precios volvieron a aumentar después, hasta situarse en niveles cercanos a los 30 dólares por barril en los últimos meses del año, a consecuencia del aumento de la demanda mundial de energía y de los recortes en la oferta por parte de la OPEP. Como resultado de estos movimientos, el precio medio del petróleo en 2003 fue un 15% superior al de 2002, con una trayectoria fuertemente alcista en los primeros meses del presente año. Los precios de las materias primas, a su vez, se incrementaron de forma aún más acusada (véase gráfico II.2),

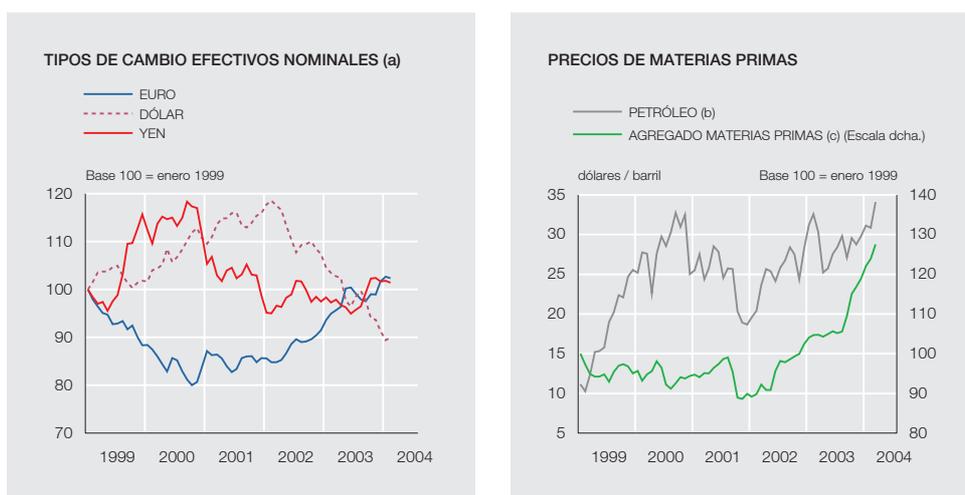
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	
PIB (a)	ASIA							
	Corea del Sur	5,0	-6,7	10,9	9,3	3,1	6,3	2,9
	China	8,8	7,8	7,1	8,0	7,5	8,0	9,1
	India	5,0	5,8	6,7	5,4	4,0	4,8	6,9
	AMÉRICA LATINA							
	Argentina	8,1	3,8	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9	8,7
	Brasil	3,3	0,1	0,8	4,4	1,3	1,9	1,5
	México	6,8	5,0	3,6	6,6	-0,2	0,7	1,3
	PAÍSES CANDIDATOS UE							
	Hungría	4,6	4,9	4,2	5,2	3,8	3,3	2,9
	Polonia	6,8	4,8	4,1	4,0	1,1	1,4	3,7
República Checa	-0,8	-1,0	0,5	3,3	3,1	2,0	2,5	
RUSIA	1,4	-5,3	6,3	10,0	5,1	4,7	7,3	
INFLACIÓN (b)	ASIA							
	Corea del Sur	4,4	7,5	0,8	2,3	4,1	2,8	3,3
	China	2,8	-0,8	-1,4	0,4	0,7	-0,8	1,2
	India	7,2	13,2	4,7	4,0	3,8	4,3	3,9
	AMÉRICA LATINA							
	Argentina	0,5	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	25,9	14,7
	Brasil	6,9	3,2	4,9	7,1	6,8	8,4	15,0
	México	20,6	15,9	16,6	9,5	6,4	5,0	4,6
	PAÍSES CANDIDATOS UE							
	Hungría	18,3	14,3	10,0	9,8	9,2	5,3	4,7
	Polonia	14,9	11,8	7,3	10,1	5,5	1,9	0,8
República Checa	8,5	10,6	2,1	3,9	4,8	1,8	0,2	
RUSIA	14,7	27,8	85,7	20,8	21,6	15,8	13,7	
SALDO SECTOR PÚBLICO (c)	ASIA							
	Corea del Sur	-1,7	-4,3	-3,3	1,3	0,6	2,7	0,8
	China	-0,8	-1,2	-2,1	-2,8	-2,6	-3,1	
	India	-8,7	-8,8	-9,9	-9,9	-10,5	-10,1	
	AMÉRICA LATINA							
	Argentina	-1,5	-1,4	-2,6	-2,4	-3,2	-1,3	0,4
	Brasil	-6,3	-7,9	-10,0	-4,6	-5,2	-10,3	-3,7
	México	-1,4	-1,2	-1,3	-1,1	-0,7	-1,1	-0,7
	PAÍSES CANDIDATOS UE							
	Hungría	-4,5	-6,3	-3,7	-3,0	-4,7	-9,5	-4,5
	Polonia	-1,3	-3,2	-3,3	-3,5	-5,5	-6,7	-4,0
República Checa	-1,9	6,6	-1,6	-4,5	-5,3	-7,1		
RUSIA	-7,0	-5,0	-1,7	2,7	3,0	0,6	1,0	
BALANZA CUENTA CORRIENTE (c)	ASIA							
	Corea del Sur	-1,7	12,7	6,0	2,7	1,9	1,1	1,3
	China	4,1	3,3	1,6	1,9	1,5	2,8	2,1
	India	-0,7	-1,7	-0,7	-1,1	-0,2	1,0	0,4
	AMÉRICA LATINA							
	Argentina	-4,1	-4,9	-4,2	-3,1	-1,7	10,1	5,7
	Brasil	-4,2	-4,2	-4,8	-4,1	-4,5	-1,9	1,0
	México	-1,9	-3,8	-2,9	-3,1	-2,8	-2,2	-1,6
	PAÍSES CANDIDATOS UE							
	Hungría	-2,1	-4,9	-5,1	-6,2	-3,4	-4,1	-4,8
	Polonia	-4,0	-4,2	-7,2	-6,1	-3,9	-2,6	-2,0
República Checa	-6,7	-2,4	-2,8	-5,3	-5,7	-6,5	-6,4	
RUSIA	0,0	2,7	12,8	18,0	11,0	8,5	9,0	

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.



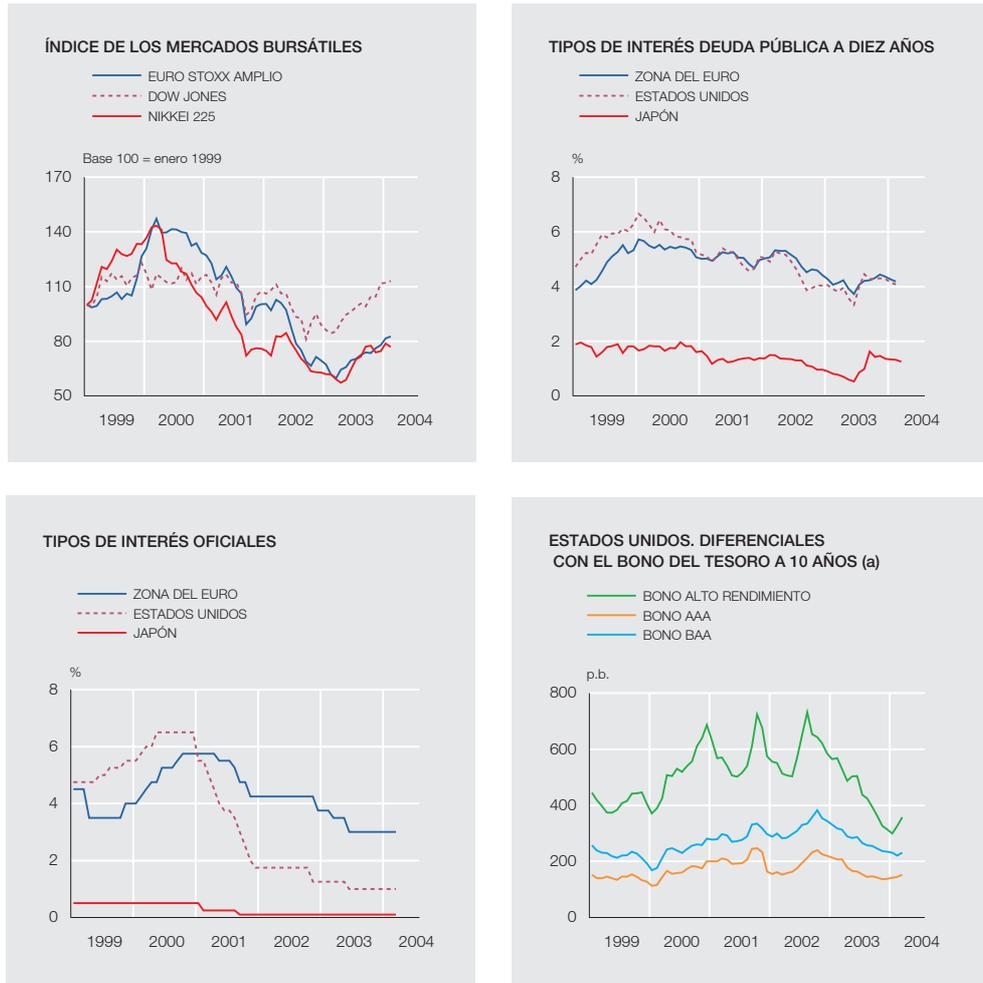
FUENTES: Estadísticas nacionales, Reserva Federal y FMI.

- a. Frente a países desarrollados. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.
b. Crudo Brent.
c. Commodity Research Bureau (Reserva Federal).

hasta alcanzar en los primeros meses de 2004 su mayor nivel en los últimos siete años. Esta evolución vino ligada, por una parte, a la debilidad del dólar y, por otra, al aumento de la actividad global, que ha impulsado la demanda de materias primas, en especial desde los países más dinámicos, como es el caso de China.

Junto al mayor vigor de la recuperación internacional, la evolución de los mercados financieros fue, en general, positiva, en un clima de amplia liquidez global y mayor predisposición a asumir riesgo por parte de los inversores (véase gráfico II.3). No obstante, en los primeros meses del año 2003 las tensiones geopolíticas siguieron pesando de forma negativa sobre los mercados, aunque se atenuaron a finales de abril. En el conjunto del ejercicio, las bolsas de los principales países industrializados experimentaron movimientos alcistas, que fueron aún más intensos en la mayoría de los mercados emergentes. A su vez, los tipos de interés de los bonos públicos a largo plazo alcanzaron en junio los niveles más reducidos en los últimos cuarenta años, momento a partir del cual experimentaron un ligero repunte, que se ha intensificado a partir del mes de abril del presente año. La fuerte demanda de títulos públicos, especialmente norteamericanos (en parte derivada de la inversión de las reservas exteriores acumuladas por los países asiáticos), ha permitido mantener el coste de financiación del sector público en niveles históricamente bajos, lo que, aunque resulta congruente con el mantenimiento de unas bajas tasas de inflación observadas y esperadas, contrasta con el aumento de los déficit públicos, sobre todo en Estados Unidos. Es destacable también la prolongación de la elevada sincronía entre los tipos de interés a largo plazo de los principales países y áreas económicas durante 2003, a pesar de las intensas fluctuaciones de sus tipos de cambio bilaterales.

En el entorno descrito de amplia liquidez, tendieron a disminuir las primas de riesgo sobre los títulos de renta fija privada, evolución alentada también por el aumento de los beneficios empresariales, el descenso en el número de quiebras empresariales y, en general, los menores indicios de fragilidad de los sistemas financieros. Similar evolución registraron los diferenciales de los bonos soberanos emergentes, que se beneficiaron de una mayor búsqueda de riesgo por parte de los inversores institucionales, atraídos por las mayores rentabilidades potenciales (véase gráfico II.4). Esta evolución ha tendido a revertirse parcialmente, sin embar-



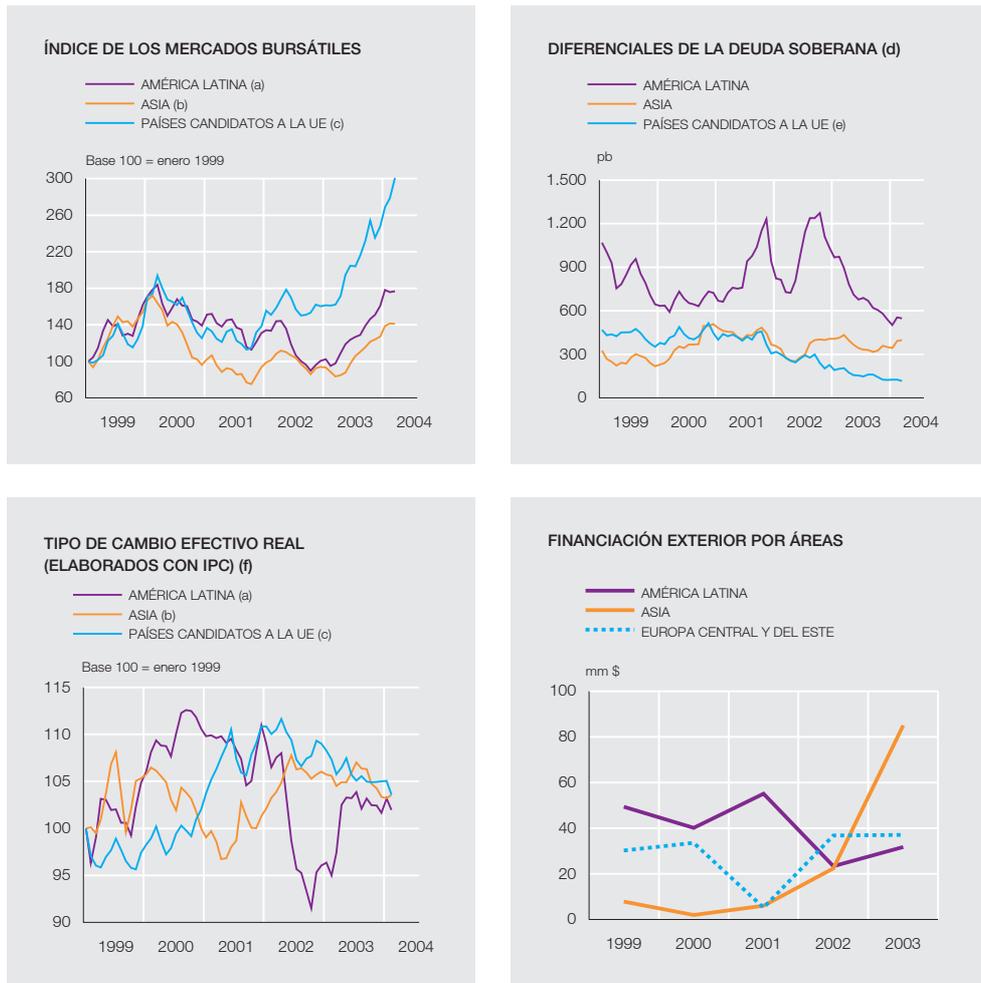
FUENTES: Banco de España y Bloomberg.

a. Bono industrial BAA y AAA de Moodys y bono de alto rendimiento con calificación B2 de Standard and Poor's.

go, a comienzos de 2004. Al tiempo que descendían los diferenciales soberanos en las economías emergentes, se reactivaron los flujos de capital hacia este grupo de países. No obstante, si bien la inversión extranjera directa creció sustancialmente en Asia, las entradas netas por este concepto disminuyeron en América Latina por cuarto año consecutivo, posiblemente a causa de las dudas que permanecen sobre la recuperación sostenida del crecimiento en algunos de los países que se han visto afectados por las crisis de los últimos años en la zona.

El escenario más probable para 2004 apunta a una aceleración del crecimiento económico internacional, especialmente en Estados Unidos, y a un mantenimiento de ritmos elevados en Asia, previéndose que el tono más firme de la recuperación se continúe extendiendo a aquellas zonas que actualmente se encuentran en una fase menos avanzada del ciclo. A su vez, se espera que las tasas de inflación se mantengan bajo control, a pesar del aumento de los precios del petróleo y otras materias primas, aunque algunos países asiáticos, como China, y quizás también otros en Europa central y del este, podrían experimentar ciertas tensiones inflacionistas.

Los riesgos principales a los que está sujeto el escenario central son varios. Por un lado, si no se toman medidas para reconducir el déficit exterior norteamericano, es posible que en algún momento tuviera lugar una corrección desordenada del dólar en los mercados de



FUENTES: Banco de España, FMI, Morgan Stanley, JP Morgan y Bloomberg.

- a. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- b. China, Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán.
- c. Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.
- d. EMBI +.
- e. Bulgaria, Hungría y Polonia.
- f. Un aumento del índice es una pérdida de competitividad.

cambios y/o un incremento importante de los tipos de interés a largo plazo, lo que podría comprometer seriamente la recuperación económica internacional. Esto es particularmente importante habida cuenta de que el mayor ritmo de actividad económica en los Estados Unidos y también en otras áreas ha venido impulsado, en parte, por unas políticas macroeconómicas cuyos efectos expansivos no pueden prolongarse de manera indefinida. En consecuencia, uno de los retos a los que se enfrenta la economía internacional actualmente es el de realizar la transición hacia un tono más neutral de las políticas monetarias, que consiga preservar la estabilidad de precios sin dañar las perspectivas de recuperación ni perturbar la estabilidad de los mercados financieros. Por otro lado, las incertidumbres políticas internacionales, que en los primeros meses de 2004 se han reavivado, podrían tener —en caso de acrecentarse— un impacto desfavorable sobre la confianza de los agentes e impulsar al alza el precio del petróleo, con los efectos negativos que ambos factores tendrían sobre el curso de la reactivación global. Finalmente, todos estos elementos de riesgo podrían retraer los flujos de capitales a los países emergentes, lo que incidiría negativamente sobre sus ritmos de actividad, especialmente en aquellos que se encuentran en una fase menos avanzada del proceso de recuperación.

Aunque es difícil que las políticas económicas puedan mitigar los riesgos derivados de las tensiones políticas internacionales, sí pueden jugar un papel muy importante para reducir los riesgos asociados a los desequilibrios globales entre las principales áreas y para mejorar la calidad de los fundamentos en las economías emergentes más sensibles a los cambios en los flujos internacionales de capitales. En este sentido, debe recordarse que el ajuste de los tipos de cambio, aunque necesario, no basta por sí solo para inducir un crecimiento más equilibrado y una corrección suficiente de los desequilibrios globales, sino que resulta preciso modificar las políticas internas de las principales áreas, tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta. Así, una política fiscal menos expansiva en Estados Unidos, que viniera acompañada de las necesarias reformas potenciadoras del crecimiento en Europa y Japón, así como de un mayor grado de flexibilidad cambiaría en algunas economías asiáticas, sería altamente deseable. Por lo que se refiere a las economías emergentes, la aplicación de políticas macroeconómicas estables y la continuidad en los procesos de reforma económica y financiera constituyen la mejor protección ante eventuales reducciones o cambios de sentido de los flujos internacionales de capitales.

2 Las principales economías industrializadas

2.1 ESTADOS UNIDOS

El comportamiento vacilante de los principales indicadores de coyuntura en el primer semestre de 2003 suscitó dudas sobre la solidez de la recuperación en Estados Unidos, pero estas se fueron disipando en la segunda mitad del año, a medida que se fue consolidando el ritmo de aumento de la actividad. La disminución de las incertidumbres geopolíticas a partir de finales de abril, los efectos del mantenimiento de unas políticas fiscales y monetarias de marcado carácter expansivo y la absorción de los impactos más duraderos del estallido de la burbuja bursátil en ejercicios precedentes estuvieron entre los principales factores determinantes de la aceleración del crecimiento a lo largo del pasado año, que permitió que el PIB creciera un 3,1%, frente al 2,2% de 2002. Sin embargo, la economía estadounidense también sufrió en 2003 una agudización de sus principales desequilibrios, tanto del déficit público como del déficit por cuenta corriente (véase recuadro II.1). Este último experimentó, además, un notable cambio en su financiación, que pasó de descansar mayoritariamente en la inversión directa y la compra de acciones por no residentes, a depender de forma creciente de la adquisición de títulos de renta fija privada y pública —en este último caso, con un fuerte peso de los bancos centrales asiáticos—, lo que podría suponer un elemento adicional de vulnerabilidad. En estas circunstancias, la tasa de ahorro del sector privado se mantuvo en niveles bajos, principalmente por el comportamiento del sector «Familias», ya que las empresas hicieron un esfuerzo notable de saneamiento de sus balances.

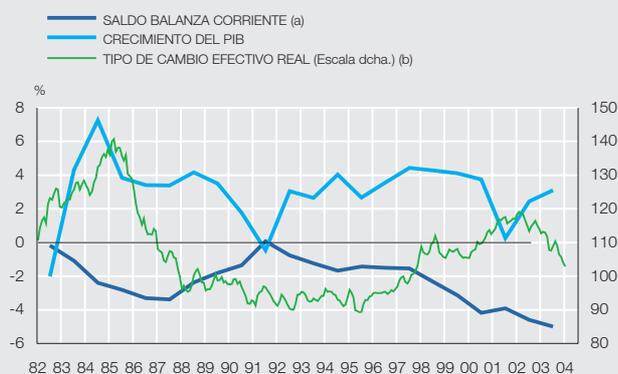
Durante el pasado año, el crecimiento económico se sustentó en el dinamismo de la demanda interna, que aportó 3,5 puntos porcentuales al incremento del PIB, medio punto más que en 2002, mientras que la demanda externa restó 0,4 puntos, frente a los 0,7 puntos que detrajó el año anterior. Entre los componentes de la demanda interna, el consumo privado mantuvo su firmeza, si bien su ritmo de avance, del 3,1% anual, resultó algo inferior al de 2002. El recorte de impuestos y la continuación del intenso proceso de refinanciación de hipotecas inducido por el bajo nivel de los tipos de interés contribuyeron a impulsar el consumo privado. El principal cambio respecto a 2002 por el lado de los componentes de la demanda fue, sin embargo, el vigoroso despegue de la inversión fija en la segunda mitad del año, que creció un 4,4% en media anual, frente al descenso registrado en los dos años anteriores (véase cuadro II.1). Esta mejor evolución es imputable a los componentes de inversión residencial, en equipo y en *software*, en tanto que la inversión en construcción no residencial mantuvo tasas de variación negativas. El despegue de la inversión resultó clave para la consolidación de las expectativas de recuperación económica, ya que existía una percepción generalizada de que su continuidad dependía en buena medida de que la inversión tomara el relevo del consumo privado como principal motor de la demanda.

Desde 1991, el saldo exterior por cuenta corriente de EEUU siguió un proceso de deterioro continuo, hasta alcanzar un déficit estimado cercano al 5% del PIB en 2003. Al mismo tiempo, la posición de inversión internacional neta de EEUU, que había sido positiva hasta la década de los ochenta (4% del PIB de media en esa década), se tornó cada vez más negativa y se situó en un -25% del PIB en 2003. A pesar de esta evolución, EEUU no ha experimentado un empeoramiento en sus condiciones de financiación; al contrario, los tipos de interés a largo plazo se han situado en 2003 en niveles mínimos históricos. El desarrollo y la integración de los mercados financieros mundiales probablemente hayan incrementado la capacidad de financiación de los déficit por cuenta corriente, especialmente en las economías más desarrolladas, factor que puede venir amplificado, en el caso de la economía norteamericana, por el hecho de que el dólar actúe como principal moneda de reserva internacional. En cualquier caso, existe el riesgo de que se produzca un ajuste desordenado en los mercados de cambios si el desequilibrio exterior continúa sin ser atajado con medidas de política económica. En este recuadro, se compara la situación actual con el proceso de recuperación del equilibrio exterior que tuvo lugar en la economía norteamericana en la segunda mitad de los años ochenta.

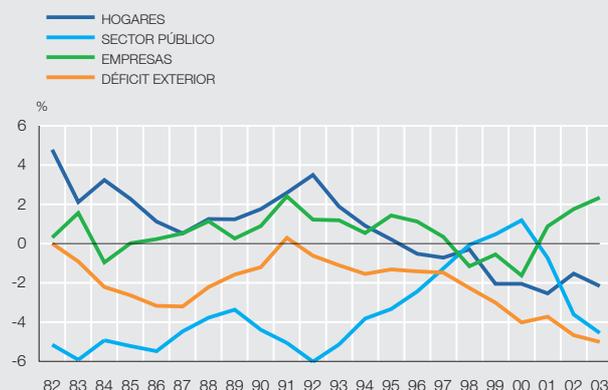
Como se puede ver en el primer gráfico, EEUU registró un déficit por cuenta corriente desde 1982, que fue ampliándose gradualmente, hasta que en 1987 alcanzó el 3,5% del PIB. Entre los años 1985 y 1987, el dólar se depreció un 27% en términos efectivos reales, especialmente con respecto a los países que entonces tenían mayor superávit comercial frente a EEUU: un 60% frente al marco alemán y un 65% frente al yen, evolución en parte impulsada por la acción coordinada de los principales países (Acuerdos del Plaza). En el episodio más reciente, el dólar se depreció un 12% en términos efectivos reales entre su máximo de comienzos de 2002 y abril de 2004, pero, a diferencia de lo ocurrido en los años ochenta, apenas se debilitó frente a las monedas de los principales países que mantienen un superávit comercial con EEUU, sobre todo algunos países asiáticos. Estos países, cuyo modelo de crecimiento se basa en el sector exportador, han venido practicando políticas cambiarias muy agresivas para evitar la apreciación de sus monedas frente al dólar, lo que ha llevado a una acumulación muy fuerte de reservas de divisas en el balance de sus bancos centrales. Por otra parte, algunos de los países frente a los que el dólar se depreció más en este período mantuvieron unas tasas de crecimiento relativamente bajas (especialmente Japón en 2002 y el área del euro), mientras que en EEUU el cre-

ESTADOS UNIDOS: SALDO EXTERIOR Y DETERMINANTES

1. BALANZA CORRIENTE, PIB Y TIPO DE CAMBIO REAL



2. AHORRO NETO POR SECTORES (a)



3. FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT EXTERIOR (a)



FUENTES: Estadísticas nacionales y FMI.

a. Porcentaje del PIB.
 b. Una caída indica una depreciación del dólar.

cimiento está siendo más elevado, sustentado en fuertes avances de la productividad. Ello contrasta también con la situación de los años ochenta, cuando Europa y Japón crecían con fuerza.

Por otro lado, a finales de los años ochenta, los hogares y empresas norteamericanas incrementaron su tasa de ahorro conjunta, hasta alcanzar el 5% del PIB en 1991, de modo que contrarrestaron el efecto del aumento del déficit público, que en 1992 llegó al 6% del PIB (véase el segundo gráfico). Por el contrario, en el período reciente, mientras que las empresas están haciendo un esfuerzo similar al de finales de los años ochenta, los hogares, estimulados por políticas económicas muy expansivas, han mantenido un ahorro neto negativo, contribuyendo al creciente déficit exterior. Pero lo que más poderosamente ha contribuido a aumentar recientemente el déficit por cuenta corriente es la aparición desde 2001 de un déficit público creciente, que ha llegado en 2003 casi al 5% del PIB, nivel similar al de finales de los años ochenta, y que constituye actualmente la contrapartida básica del déficit exterior; de ahí, la denominación de este fenómeno como «déficit gemelos». Como se aprecia en el tercer gráfico, ello ha influido también en la estructura de la financiación del déficit por cuenta corriente, con un aumento de las adquisiciones de bonos privados y públicos, frente al predominio anterior de la inversión directa extranjera y la compra de acciones.

En cuanto a las vías de ajuste del déficit exterior, la evidencia histórica muestra las piezas básicas que, combinadas, podrían contribuir a reconducir el déficit exterior hacia magnitudes más moderadas: la contención de la demanda interna en Estados Unidos, un mayor

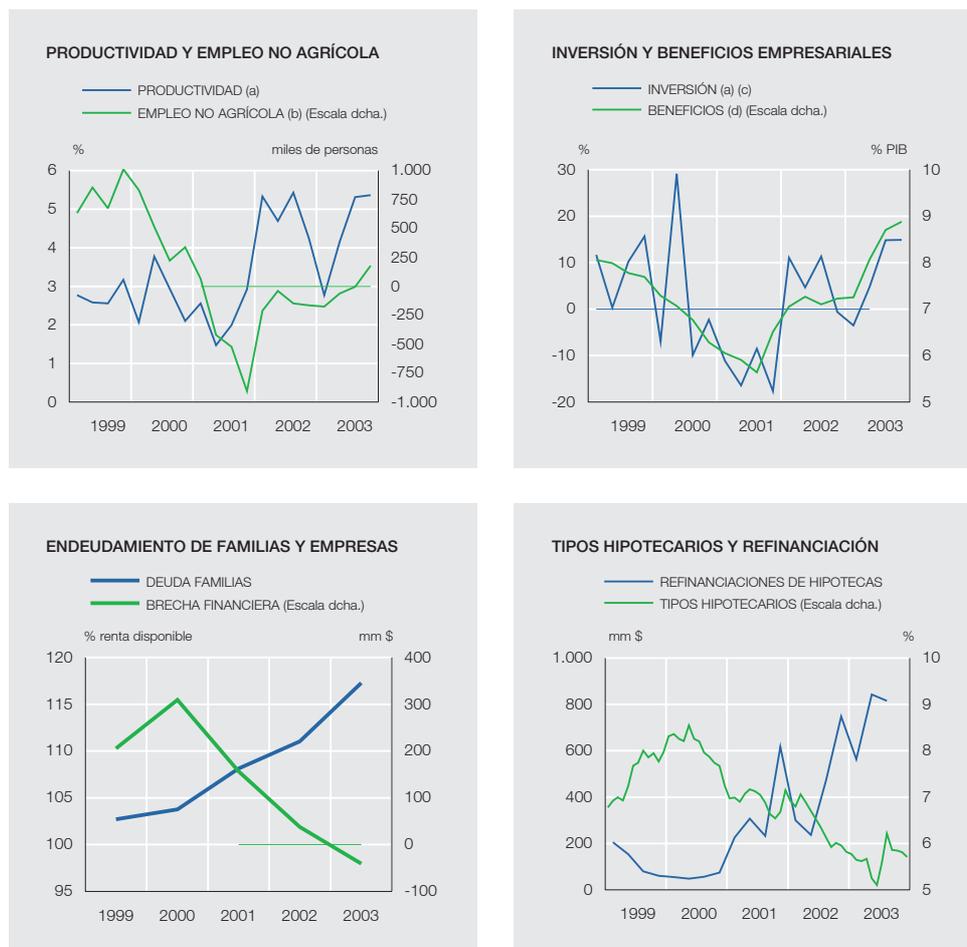
crecimiento en el resto del mundo y/o la depreciación del dólar en términos efectivos reales. La cuestión básica es en qué medida la corrección del desequilibrio exterior viene inducida por cambios de política económica para restablecer una mayor simetría entre el crecimiento de EEUU y otras áreas o, por el contrario, por una depreciación adicional del dólar en los mercados de cambios. La evidencia empírica disponible muestra que la corrección de los desequilibrios mediante actuaciones de política económica es preferible a la que se centra en el ajuste autónomo de los mercados de cambios. Esto es así porque, a tenor de las elasticidades-precio de las importaciones y exportaciones de EEUU, haría falta una depreciación adicional del dólar muy importante para reconducir el déficit exterior a unos niveles razonables. Por otra parte, dado que no parece probable que los países asiáticos modifiquen, al menos en el corto plazo, sus políticas de estabilidad cambiaria frente al dólar, dicha depreciación tendría efectos negativos sobre la recuperación económica internacional, particularmente en el área del euro.

De ahí que la solución preferible al problema del déficit exterior de EEUU resida, en primer lugar, en la instrumentación de medidas presupuestarias que posibiliten una reducción paralela del déficit público norteamericano hacia valores más sostenibles. Estas medidas, sin embargo, deberían venir acompañadas en otras áreas, como la zona del euro y Japón, de reformas estructurales que dinamizasen sus economías e hiciesen posible una mayor demanda de importaciones. Una actuación de las políticas económicas en línea con lo mencionado sería la mejor manera de reducir uno de los principales riesgos que se ciernen sobre la recuperación económica internacional.

Entre los principales determinantes de la favorable evolución de la inversión en 2003 podrían señalarse los siguientes: por un lado, el fuerte aumento de los beneficios empresariales, que, medidos como porcentaje del PIB, alcanzaron máximos históricos del 8% (véase gráfico II. 5); por otro, el saneamiento de los balances de las empresas tras los procesos de reestructuración financiera de los últimos años, que permitieron que su brecha financiera (inversión menos fondos generados internamente) fuese negativa y alcanzase la cota más baja de los últimos cuarenta años; y, por último, el reducido nivel de los tipos de interés y, en general, las favorables condiciones de financiación, que propiciaron tanto la subida de las bolsas como el aumento de los precios en los mercados de renta fija pública y privada.

Por el lado de la oferta también se observó una ampliación de la base del crecimiento como consecuencia del mayor dinamismo de las manufacturas, cuyo buen comportamiento se añadió al de los servicios. Pero, sin duda, uno de los rasgos más característicos del patrón de crecimiento de la economía estadounidense en 2003 fue el fuerte aumento de la productividad, en un 4,4%, tras el 4,9% del año precedente, incremento que vino acompañado de una creación de empleo particularmente débil (véase gráfico II.5).

Si bien la permanencia de elevadas ganancias de productividad constituye un factor clave en el diagnóstico de la solidez de la recuperación a medio plazo, la fuerte discrepancia en el comportamiento del empleo entre esta y anteriores recuperaciones constituye un factor de potencial vulnerabilidad para el consumo privado y, en definitiva, para el crecimiento en el



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

- a. Tasa interanual.
- b. Variación trimestral, miles de personas.
- c. Formación bruta de capital privada.
- d. Beneficios empresas domésticas.

corto plazo. Así, resulta destacable que, en la fase actual de reactivación (entre noviembre de 2001 y diciembre de 2003), el empleo no agrícola haya descendido un 0,5%, mientras que la media histórica de variación del empleo en las fases de recuperación entre 1954 y 1991 fue de un aumento del 2,1%.

No parece existir por el momento un consenso claro sobre las causas de esta debilidad del mercado de trabajo, aunque se han avanzado varios factores: el exceso de capacidad generado por el auge de la segunda mitad de los años noventa, cuya posterior reabsorción habría retrasado la necesidad de contratación por parte de las empresas; la deslocalización de industrias y el consiguiente cambio estructural que implica el cierre de líneas de producción, por el momento insuficientemente compensado por otras nuevas; o el fuerte incremento de los costes laborales no salariales en 2003 en un contexto de incertidumbre y fuerte competencia. También se ha propuesto, como explicación de más peso, la capacidad con que cuentan muchas empresas para satisfacer la creciente demanda mediante los incrementos de productividad derivados de las mejoras tecnológicas introducidas durante la fase de expansión, lo que habría restringido la creación de empleo en un entorno en el que aún no se han disipado por completo las incertidumbres. A comienzos de 2004, no obstante, han empezado a obser-

vase indicios de un comportamiento más dinámico del empleo, sobre todo a partir de marzo, aunque todavía es pronto para saber si va a tener continuidad.

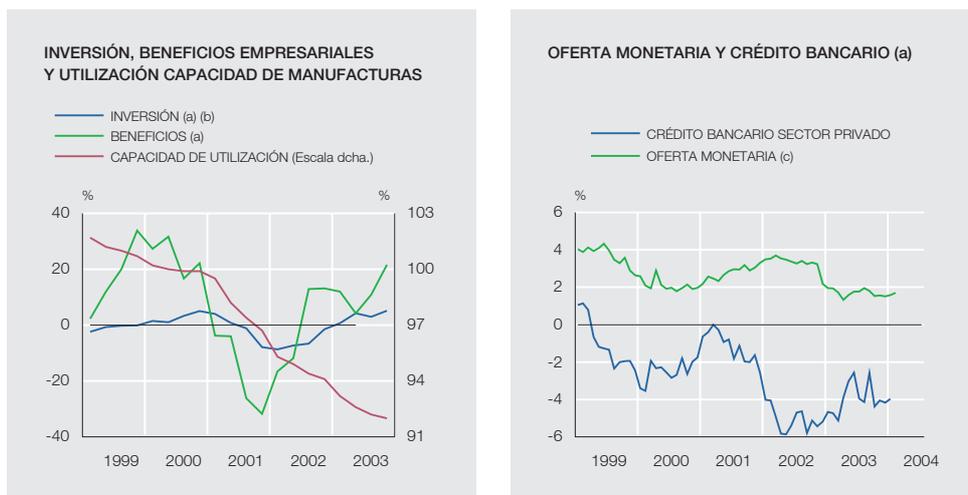
La política monetaria mantuvo un año más un tono claramente expansivo, reflejado en tipos de interés reales negativos durante todo el período. En junio, la Reserva Federal recortó en 25 puntos básicos adicionales su tipo de intervención, hasta situarlo en el 1%, nivel mínimo de los últimos cuarenta años. Tanto el favorable comportamiento de la inflación, que terminó el año en el 1,9% a pesar de la significativa depreciación del dólar, como la relativa debilidad del mercado de trabajo propiciaron el mantenimiento de una política monetaria muy acomodaticia, en espera de una recuperación más clara y sostenida del crecimiento. En todo caso, resulta destacable el modo en que la Reserva Federal contribuyó, a través de su política de comunicación, a modular las expectativas del mercado sobre la evolución futura de los tipos de interés, alertando en la primera parte de 2003 del riesgo existente, aunque improbable, de deflación, para señalar posteriormente, a medida que dicho riesgo fue desvaneciéndose, su voluntad de mantener los tipos de interés estables en un horizonte relativamente dilatado ante la ausencia de presiones inflacionistas. Más recientemente, a medida que la evidencia de una recuperación sólida de la actividad se ha ido haciendo más clara, los mercados financieros han ido descontando subidas de los tipos de interés más intensas y más próximas en el tiempo, de manera coherente con el cambio de tono en los mensajes de la Reserva Federal.

La política fiscal, por su parte, continuó siendo muy expansiva en 2003, de manera que el déficit público experimentó un deterioro adicional, hasta el 4,8% del PIB, desde el 3,3% del año 2002, principalmente como consecuencia del adelanto a 2003 de algunos de los recortes impositivos previstos, de las reducciones de impuestos sobre dividendos y ganancias de capital y del fuerte aumento del gasto militar. El abultado déficit fiscal y, en especial, sus perspectivas de evolución y de financiación a medio plazo son cada vez más preocupantes, a pesar de que las previsiones oficiales contemplan una reducción progresiva de dicho déficit, hasta el 1,6%, a lo largo de los próximos cinco años. Sería, por tanto, muy deseable que se fuesen aplicando las medidas necesarias para reducir progresivamente el déficit público a medida que se vaya consolidando el vigor de la economía norteamericana. Ello no solo haría posible un patrón de crecimiento más equilibrado en este país, sino que, al contribuir a la reducción del abultado déficit exterior, facilitaría una reabsorción más ordenada de los desequilibrios globales en un clima de mayor estabilidad en los mercados cambiarios y financieros internacionales.

2.2 JAPÓN

La economía japonesa experimentó una notable recuperación de la actividad en 2003, con un incremento del PIB del 2,7%, frente al -0,4% de 2002, en un clima de mantenimiento de políticas de demanda muy expansivas. Este crecimiento supuso la mayor tasa de avance tras diez años de atonía y depresión económica, en los que el PIB aumentó a un ritmo cercano al 1% en media anual entre 1992 y 2002, que solo fue superado temporalmente por las recuperaciones del período 1995-1996 y de 2000, que no tuvieron continuidad.

En conjunto, la demanda interna aportó 1,9 puntos porcentuales al crecimiento del PIB (que contrasta con la detracción de un punto porcentual en 2002), mientras que la demanda externa mantuvo una aportación positiva de 0,7 puntos, similar a la del año anterior. Los motores del crecimiento fueron la formación bruta de capital fijo, empujada por la mejora de la situación financiera de las empresas, y las exportaciones. El consumo privado registró un crecimiento moderado, influido por la atonía del mercado de trabajo durante buena parte del año, a pesar de que la tasa de paro se redujo hasta el 4,8% en diciembre de 2003, desde el 5,4% de un año antes (véase cuadro II.1). El buen comportamiento del sector exterior permitió un aumento del superávit por cuenta corriente, hasta el 3,2% del PIB, frente al 2,8% en 2002, a pesar



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

- a. Tasa de variación interanual.
- b. Formación de capital público y privado.
- c. M2 y certificados de depósito.

de la notable apreciación del yen frente al dólar, que, en conjunto, fue de en torno a un 15% desde finales de 2002 hasta finales de marzo de 2004.

Si bien los antecedentes de recuperaciones fallidas de la economía japonesa en la última década generaron inicialmente ciertas dudas sobre la continuidad del actual proceso expansivo, algunos indicios parecen apuntar a que la recuperación podría asentarse en esta ocasión sobre pilares más robustos (véase gráfico II.6). Entre estos, cabe mencionar el fortalecimiento de la posición financiera de las empresas, que está en el origen del fuerte impulso de la inversión; la consecución de ciertos avances, no exentos de dificultades, en el proceso de saneamiento del sector bancario; la mejora simultánea del entorno exterior, principalmente en Asia emergente y Estados Unidos; y el hecho de que, a diferencia de otros momentos de la década de los noventa, las autoridades monetarias mantuviesen unas condiciones monetarias muy expansivas y evitaran, mediante el recurso a fuertes intervenciones, una apreciación significativa del yen, si bien esta actitud parece haberse flexibilizado gradualmente a lo largo del primer trimestre de 2004.

En este clima de mayor dinamismo de la actividad, algunos de los principales indicadores de precios reflejaron cierta suavización de las presiones deflacionistas. Entre ellos, el IPC, cuya tasa de crecimiento media anual fue del -0,3% en 2003, frente al -0,9% de 2002, o los precios al por mayor, que pusieron de manifiesto dicha evolución con mayor intensidad aún, al pasar de un -2,1% medio en 2002 a un -0,8% en 2003. Ambos índices de precios alcanzaron una tasa de variación interanual nula en marzo de 2004. Sin embargo, la evolución del deflactor del PIB, con una caída del 2,5% en 2003, no fue tan favorable, lo que continúa aconsejando una valoración cautelosa de los riesgos ligados a la deflación.

La política monetaria intensificó su carácter expansivo, principalmente a través de mecanismos cuantitativos y cambiarios, en tanto que se mantuvo la política de tipos de interés cero. De esta forma, el Banco de Japón amplió la liquidez proporcionada al sistema bancario, adoptó medidas para mejorar la transmisión de la política monetaria, como la adquisición de papel comercial y la ampliación del límite de adquisición de acciones a los bancos comerciales por

parte del mismo Banco de Japón, e intervino masivamente en los mercados de cambios para evitar la apreciación del yen frente al dólar, sobre todo a partir de la reunión del G7 en Dubai, en el mes de septiembre. El volumen de intervención alcanzó máximos históricos en 2003 (unos 175.000 millones de dólares en el conjunto del año) y se intensificó en los primeros meses de 2004 (100.000 millones más en enero y febrero), aunque se ha moderado notablemente en marzo y abril. A pesar de ello, la oferta monetaria se desaceleró significativamente, en un contexto de continuada contracción del crédito bancario (véase gráfico II.6).

La política fiscal mantuvo igualmente un carácter expansivo, sin cambios importantes respecto al año precedente. El déficit público siguió aumentando, hasta alcanzar el 7,4% del PIB (frente al 7,1% en 2002), y la deuda pública bruta se incrementó hasta el 155% del PIB, sin que a priori quepa prever cambios esenciales en 2004. En un clima de presiones deflacionistas algo menores, la evolución del endeudamiento público y la aún delicada situación del sistema financiero constituyen los principales elementos de incertidumbre en torno a la consolidación del actual proceso de recuperación en Japón. En este sentido, si bien es verdad que en 2003 se apreciaron algunos avances en el saneamiento del sector financiero que se vieron reflejados en una fuerte subida de los precios de las acciones en bolsa, aún permanecen algunas debilidades importantes. En particular, aunque se redujo el porcentaje de préstamos fallidos y se fortalecieron los balances, principalmente los de los grandes bancos, no ocurrió lo mismo con los de los bancos regionales, que constituyen una parte importante del sistema bancario.

2.3 PAÍSES DE LA UE FUERA DEL ÁREA DEL EURO

En el Reino Unido, el PIB creció un 2,2% en 2003, 6 décimas más que en 2002, con un patrón de crecimiento similar al del año anterior, aunque con una aportación de la demanda externa algo menos negativa (véase cuadro II.1). La demanda interna resultó, de nuevo, el componente más dinámico, con una aportación de 2,6 puntos porcentuales, a pesar de que se observó cierta moderación del consumo privado, mientras que la demanda externa contribuyó negativamente, en 4 décimas, frente a los 1,3 puntos porcentuales que detrajeron del crecimiento del PIB en 2002.

Las políticas económicas mantuvieron, en conjunto, un tono relativamente expansivo pese al dinamismo de la actividad, lo que se tradujo en un deterioro de las cuentas públicas (el déficit público se situó en el 3,2% del PIB) y en el mantenimiento de los tipos de interés en niveles históricamente bajos, situación que comenzó a corregirse tras la subida de 25 puntos básicos decidida en noviembre. Estimulado por los bajos tipos de interés, el endeudamiento de las familias continuó aumentando, hasta alcanzar un máximo del 130% de la renta disponible, y tuvo lugar una nueva alza del precio de los inmuebles.

La inflación se situó en un 2,8%, medida a través del índice RPIX de precios al por menor sin alquileres ni hipotecas, 6 décimas más que en 2002. En diciembre se modificó el objetivo de inflación, desde el 2,5% para la tasa RPIX al 2% para el nuevo índice armonizado de precios de consumo, que aumentó en 2003 un 1,4% en tasa media anual, aunque existen ciertos signos de tensiones inflacionistas en los primeros meses de 2004. Cabe destacar también la evaluación negativa, en junio de 2003, de las cinco pruebas que el Gobierno británico ha establecido para la adopción del euro, lo que mostraría que aún no se ha alcanzado el grado suficiente de convergencia y flexibilidad para convocar un referéndum sobre esta cuestión.

Por otro lado, tanto en Suecia como en Dinamarca tuvo lugar una ralentización del crecimiento respecto al año 2002, explicada en gran medida por la moderación de la demanda interna durante la primera mitad del año y, en el caso de Dinamarca, también por la aportación negativa del sector exterior. El efecto cíclico llevó consigo cierta disminución de los superávits fisca-

les respecto a los de 2002, si bien las finanzas públicas se mantuvieron en una posición sólida. La inflación, por su parte, se moderó en ambos países. Las posibilidades de adopción del euro por parte de Suecia se vieron también postergadas tras el resultado negativo del referéndum celebrado en septiembre.

3 Las economías emergentes

3.1 ASIA

Las economías emergentes de Asia fueron, en conjunto, las de mayor crecimiento del mundo en 2003, en torno a un 7% por término medio, frente al 6,2% de 2002. La recuperación económica se aceleró sustancialmente una vez remitieron las incertidumbres ligadas a la neumonía atípica y a las tensiones geopolíticas, en buena parte gracias al impulso proporcionado por China, cuya economía absorbió importaciones del resto de Asia al tiempo que exportaba a terceros países. Las economías de India, Indonesia y Tailandia mostraron un elevado dinamismo, con crecimientos en el entorno del 5%-7%, mientras que la de Hong Kong creció un 3%. Corea, Singapur y, en menor medida, Taiwán experimentaron un crecimiento inferior al del año anterior, aunque la actividad repuntó en el segundo semestre, apoyada en la mejora de las exportaciones y cierta reactivación del consumo privado.

Por el lado de los precios, la tendencia general fue de estabilidad, con la excepción destacable de China, donde se observó una rápida aceleración de la inflación en el último trimestre del pasado año, hasta alcanzar el 3,6% interanual en diciembre, al hilo de la fuerte expansión de la masa monetaria derivada, en parte, de las intervenciones para limitar la apreciación de su moneda.

Un aspecto clave en la evolución económica y financiera de Asia durante 2003 ha sido la acumulación de importantes superávits comerciales, que, sumados a las entradas de flujos de inversión, han originado presiones tendentes a apreciar los tipos de cambio de la mayoría de las divisas. La voluntad de las autoridades de los países asiáticos de mantener un modelo de crecimiento basado en las exportaciones ha llevado a estas a intentar contrarrestar, en general, la tendencia a la apreciación de sus monedas frente al dólar, incluso en los regímenes de teórica flotación, a través de intervenciones en los mercados de cambios, lo que ha provocado una cuantiosa acumulación de reservas de divisas. Dicha acumulación se ha materializado en gran medida en la adquisición de títulos públicos norteamericanos (véase recuadro II.2), lo que ha facilitado la financiación de los déficit público y exterior estadounidenses. No obstante, esto habría retardado también la corrección del déficit exterior, trasladando hacia el futuro y ampliando los riesgos derivados de dicha corrección.

En 2003, el crecimiento del PIB de China se situó en el 9,1%, asentado en el fuerte avance de las exportaciones y la inversión. Esta última se aceleró hasta cotas que podrían suscitar dudas acerca de su sostenibilidad, impulsada por los capitales extranjeros y el crédito interno, en un clima de estabilidad de los tipos de interés en torno a niveles reducidos. A su vez, las exportaciones se beneficiaron de la recuperación internacional y de la competitividad de los productos nacionales. A fin de preservar dicha competitividad, la política cambiaria tuvo como objetivo el mantenimiento del tipo de cambio del renminbi frente al dólar, lo que, en un marco de fuertes entradas de capital, ocasionó un considerable aumento de las reservas internacionales de divisas, que se situaron en torno a los 400.000 millones de dólares a finales de año. Parte de las reservas se empleó en el saneamiento de algunas entidades financieras públicas, con el fin de ayudar en el proceso de reforma del sector financiero, que debe hacer frente durante los próximos años a notables fragilidades estructurales en un entorno de previsible liberalización de los flujos de capitales. A este respecto, es importante recordar que, desde su adhesión a la Organización Mundial del Comercio, la economía china ha continuado adquiriendo un peso creciente en los intercambios comerciales y financieros mundiales. Esto se ha reflejado durante 2003 en aspectos tan diversos como el impacto de China en el aumento de la

La evolución de los mercados cambiarios ha ocupado un lugar importante en la agenda económica internacional a raíz de la significativa depreciación del dólar respecto al euro a lo largo del año 2003 e inicios de 2004 y de la relativa estabilidad de algunas divisas asiáticas respecto al dólar. Tal estabilidad ha venido acompañada de una intensa acumulación de reservas internacionales en los países asiáticos, que, si se incluye Japón, mantienen en la actualidad cerca de dos billones de dólares en reservas de divisas, un 60% del total mundial, de los cuales medio billón se habría acumulado en el año 2003.

El gráfico 1 muestra que el aumento de reservas ha sido generalizado, con independencia del régimen cambiario *de iure* de los diferentes países, aunque aquellos con un sistema de tipo de cambio fijo respecto al dólar (China y Malasia) han mostrado el mayor incremento de reservas internacionales como porcentaje del PIB. No parecen observarse, por tanto, diferencias muy significativas entre aquellos países que declaran seguir un régimen de flotación sucia y de flotación libre en lo que a la acumulación de reservas y a la evolución del tipo de cambio se refiere. En mayor o menor medida, todos ellos aparentemente han limitado la tendencia a la apreciación de sus monedas mediante intervenciones, lo que en muchos casos se ha traducido en un incremento de reservas de entre el 2% y el 6% del PIB en 2003. Aunque resulta muy difícil extraer de este gráfico conclusiones respecto a la eficacia de las intervenciones, da la impresión de que Japón, nominalmente con un régimen de flotación libre, habría conseguido evitar una fuerte apreciación de su divisa, que ha sido del 10% en 2003, con el consiguiente aumento de las reservas, cifrado en casi un 5% del PIB. El caso de Corea es aún más evidente, al haber evitado completamente la apreciación de su moneda en 2003 con una acumulación de reservas de en torno al 6% del PIB.

Esta política de acumulación de reservas ha tenido importantes consecuencias para la economía global, entre ellas las siguientes:

En primer lugar, ha facilitado la financiación del déficit por cuenta corriente y del déficit público americanos. De hecho, entre los años 2000 y 2003 se produjo un cambio en la composición de las fuentes de financiación del déficit corriente norteamericano, concentradas en un principio en los flujos de inversión extranjera directa y en bolsa, que, a medida que estos flujos se ralentizaron fuertemente, pasaron a centrarse en activos de renta fija públicos y privados. La acumula-

ción de reservas de los bancos centrales asiáticos —denominadas en su gran mayoría en dólares— les ha convertido en importantes compradores netos de bonos del Tesoro americano. Por otro lado, esta demanda adicional puede haber retardado la corrección del déficit exterior norteamericano, lo que estaría trasladando hacia el futuro los riesgos derivados de dicha corrección.

En segundo lugar, si bien no resulta sencillo aislar la influencia de las compras de deuda pública americana por parte de los bancos centrales asiáticos de otros factores, parece que dichas compras han contribuido de forma significativa a mantener los tipos de interés a largo plazo en EEUU en niveles muy reducidos, con mayor intensidad en los plazos intermedios, así como, probablemente, a que el dólar no se depreciara adicionalmente.

En tercer lugar, la rápida acumulación de reservas y la dificultad de conseguir su completa esterilización por parte de los bancos centrales asiáticos han provocado una apreciable aceleración del crecimiento de la base monetaria en un buen número de países. Con la principal excepción de Japón, donde continúan las presiones deflacionistas, aunque atenuadas, tal aceleración podría plantear, en el medio plazo, riesgos para la inflación, por la posibilidad de sobre calentamiento en algunas de estas economías.

En cuarto lugar, la estabilidad de los tipos de cambio frente al dólar, prácticamente con independencia del régimen cambiario *de iure*, ha contribuido a apoyar la recuperación del crecimiento de las economías asiáticas, basada en buena medida en la demanda externa.

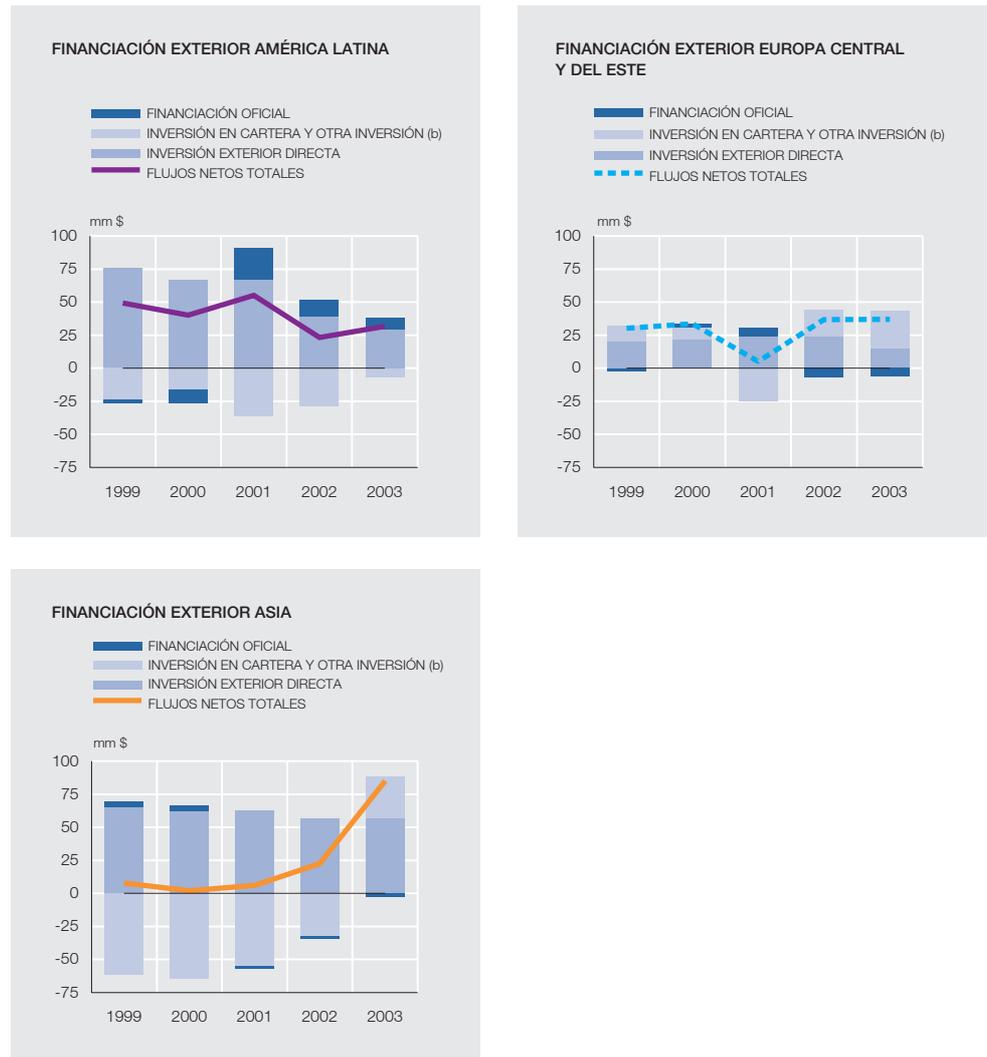
Por último, esta situación y la consiguiente apreciación del euro, no solo frente al dólar sino también frente a las monedas asiáticas, han dificultado un reparto equilibrado del ajuste del déficit exterior norteamericano, lo que estaría obstaculizando la consecución de un mayor equilibrio entre las pautas de crecimiento de las principales áreas económicas. Así, las economías más dinámicas y frente a las que se concentra el desequilibrio exterior norteamericano han experimentado ajustes relativamente menores de sus tipos de cambio, mientras que otras áreas más retrasadas en la fase alcista del ciclo y con saldos exteriores equilibrados, como Europa, han visto concentrarse sobre sus monedas buena parte del ajuste del tipo de cambio del dólar.

VARIACIÓN DE RESERVAS Y DEL TIPO DE CAMBIO



FUENTES: IIF, Datastream y FMI.

- a. Variación anual de las reservas, en porcentaje del PIB.
- b. Variación del tipo de cambio frente al dólar (un signo positivo es una depreciación).



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

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

demanda y de los precios de las materias primas, o en su papel destacado como receptor de inversión directa extranjera y demandante de títulos públicos norteamericanos (véase gráfico II.7).

La economía de la India, la segunda de mayor peso del área, registró una apreciable aceleración de su crecimiento en 2003, hasta alcanzar casi un 7%. La inflación se aceleró hasta el 5,3% interanual en diciembre de 2003, frente al 3,2% de un año antes. En el marco de unas políticas monetarias y fiscales ligeramente expansivas, la rupia tendió a apreciarse frente al dólar de forma similar a otras divisas asiáticas, lo que llevó al banco central a intervenir en los mercados de cambios aumentando sus reservas, que alcanzaron a final de año los 100.000 millones de dólares. La economía india está progresando también en su integración en la economía mundial, si bien a un ritmo más lento que China.

3.2 AMÉRICA LATINA

El año 2003 supuso la ruptura de la tendencia descendente de las entradas de capital en la zona que venía observándose desde 1998, lo que permitió una progresiva mejora de las condiciones financieras, y se tradujo en una considerable compresión de los diferenciales soberanos, notables subidas de las bolsas y una apreciación, en general, de los tipos de cambio

frente al dólar (véase recuadro II.3). La inversión extranjera directa se mantuvo como principal fuente de financiación, aunque hubo una menor entrada neta por este concepto que el año anterior, mientras que las inversiones netas de cartera volvieron a ser positivas, después de dos años consecutivos de salidas, y el resto de flujos, incluidos los préstamos bancarios, registraron una salida neta mucho menos acusada que en 2002 (véase gráfico II.7).

Pese a esta mejora de las condiciones financieras y al mejor tono de la situación económica internacional, la actividad solo ofreció indicios de recuperación más sólida y generalizada hacia finales de año, lo que probablemente quepa atribuir a la magnitud del ajuste externo previo y al endurecimiento de las políticas macroeconómicas que le acompañó. Así, tras un primer semestre caracterizado por una marcada debilidad, el crecimiento de las principales economías en el conjunto de 2003 se situó en el 1,3%, cifra superior al -0,2% de 2002, pero aún lejana respecto del crecimiento potencial e imputable en su práctica totalidad al dinamismo del sector exterior (véase gráfico II.1). Dicho crecimiento no fue suficiente para impedir que, por tercer año consecutivo, se produjera un descenso en los niveles de renta per cápita en la región.

Durante el segundo semestre el repunte de la actividad fue generalizado, aunque, como ya ocurriera en el primero, resultó ser mucho más intenso en aquellos países que habían atravesado crisis graves el año anterior, en particular Argentina, Uruguay y Venezuela, que alcanzaron crecimientos interanuales del producto próximos al 10% en el cuarto trimestre. Sin embargo, el retardo con el que la recuperación del crecimiento se materializó en las dos principales economías, Brasil y México, actuó como un lastre para las perspectivas generales del área.

Por componentes, la demanda externa aportó la mayor contribución al crecimiento del PIB en 2003 (1,9%, frente al -0,6% de la demanda interna), sobre todo en el primer semestre, ante la fuerte recuperación de los precios de las materias primas y el incremento de la demanda global. En cuanto a la demanda interna, ni el consumo privado, lastrado por el elevado desempleo y la desfavorable evolución de las rentas laborales, ni la inversión mostraron signos claros de reactivación. Con todo, hubo divergencias notables en el comportamiento de los distintos países por componentes de la demanda interna y externa. Así, la inversión privada, cuya tasa en relación con el PIB había acumulado una caída de casi tres puntos porcentuales para el conjunto del área desde 1998, hasta situarse por debajo del 16%, lideró en el segundo semestre la reactivación de la demanda interna en países como Colombia y, en menor medida, Brasil, donde el consumo privado se mantuvo muy deprimido a lo largo de todo el año. Sin embargo, en países como Chile o México el ritmo de recuperación de la inversión fue muy lento, en contraposición a la evolución más dinámica del consumo privado.

Por el lado de la demanda externa, las exportaciones crecieron con solidez en el conjunto del área, y especialmente en Brasil. En México, sin embargo, el aprovechamiento de su capacidad de exportación a EEUU se produjo con un considerable retraso respecto a la recuperación americana. En general, el crecimiento de las importaciones en la zona mostró a lo largo del año una aceleración gradual y generalizada, que no impidió un holgado superávit comercial, en torno al 5% del PIB.

El tirón exportador permitió profundizar en el ajuste externo, de forma que las economías latinoamericanas en su conjunto registraron un saldo superavitario en la balanza por cuenta corriente estimado en torno a un 1,1% del PIB, hecho infrecuente en la región, donde solo ha habido superávit en cuatro ocasiones en los últimos veinte años. Tanto los superávit por cuenta corriente como el retorno de los flujos de capital permitieron recomponer las reservas de divisas, que habían disminuido notablemente durante las turbulencias de 2001-2002. De he-

Un aspecto que ha caracterizado la evolución de los mercados financieros emergentes desde finales de 2002 es la elevada correlación entre las rentabilidades de los bonos soberanos, con independencia de la calificación crediticia de los distintos emisores. La constatación de esta evidencia ha llevado a plantearse si los factores externos comunes, tales como la mayor tolerancia global al riesgo, los tipos de interés y el crecimiento norteamericanos, están adquiriendo mayor importancia respecto a factores propios de cada país, relacionados en buena medida con sus fundamentos económicos.

Numerosos estudios¹ han analizado en detalle el impacto del crecimiento económico en EEUU y del tipo de interés de los bonos del Tesoro norteamericanos sobre la evolución de los diferenciales soberanos en Latinoamérica. Este sería un canal directo de transmisión de dichos factores externos comunes, que afectaría a la solvencia de los países latinoamericanos, habida cuenta de la estrecha vinculación comercial y financiera que estos países mantienen con EEUU. No obstante, algunos trabajos más recientes han analizado también la existencia de un segundo canal, de tipo indirecto, a través del cual el crecimiento económico en EEUU y los tipos de interés de los bonos americanos pueden influir en los diferenciales soberanos latinoamericanos; esto es, a través de su impacto sobre la evolución de la tolerancia global al riesgo, que a su vez está estrechamente asociada a dichos diferenciales soberanos. La tolerancia global al riesgo es un concepto difícil de medir, en la medida en que debería reflejar un conjunto amplio de factores, entre otros la predisposición a asumir riesgo, la posición financiera de los inversores o el riesgo de liquidez en los mercados financieros. En la literatura, dicho concepto se ha aproximado de manera inversa por el diferencial de rentabilidad entre los bonos privados de alto rendimiento norteamericanos y los bonos del Tesoro de EEUU.

1. Véase B. Eichengreen y A. Mody (1998), «What Explains Changing Spreads on Emerging-Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment?», NBER Working Paper n.º 6408, así como S. Kamin y K. von Kleist (1999), «The Evolution and Determinants of Emerging Market Credit Spreads in the 1990's», BIS Working Paper n.º 68.

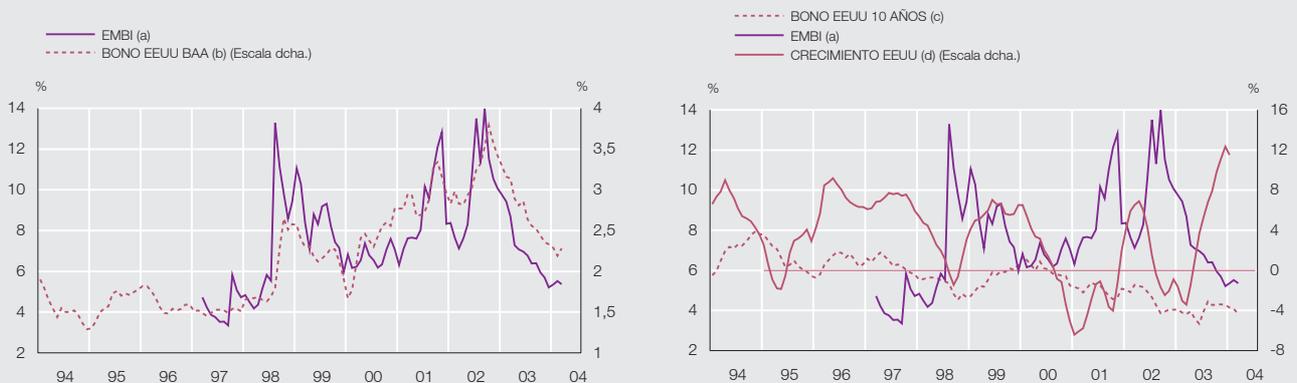
Este recuadro analiza, en primer lugar, el impacto de la tolerancia global al riesgo sobre los diferenciales soberanos en Latinoamérica. Los resultados empíricos que se derivan de los análisis actualmente en curso² realizados en el Banco de España confirman que el poder explicativo de la tolerancia global al riesgo sobre los diferenciales soberanos tiende a ser elevado y generalmente creciente en el tiempo, aunque varía según los países y según los períodos analizados. Así, tiene un poder explicativo mayor en los países con calificación crediticia más alta o menor riesgo (Chile) y menor en los países con peor calificación crediticia o riesgo más elevado (Argentina, Ecuador, Venezuela). Este resultado parece lógico ya que, al ser el riesgo elevado en este último grupo de países, los diferenciales soberanos tienden a depender más de factores propios de cada país; esto es, de los fundamentos. Además, se observa que la tolerancia al riesgo pierde poder explicativo, respecto a los factores intrínsecos, en períodos de volatilidad extrema y fuerte ampliación de los diferenciales, como pudieron ser las crisis bancarias de 1994-1995 en Venezuela, la de México en 1994-1995, la de Ecuador en 1999-2000 y la de Argentina en 2001-2002.

Como segundo paso, se analiza la influencia de dos de los determinantes más importantes de la tolerancia global al riesgo —el crecimiento económico en EEUU y el tipo de interés de los bonos del Tesoro norteamericanos— sobre la evolución de los diferenciales soberanos en Latinoamérica.

En este sentido, los análisis empíricos en curso permiten concluir que el efecto de un mayor crecimiento económico en EEUU reduce consistentemente los diferenciales soberanos de los distintos países latinoamericanos, tanto a través del canal indirecto (el aumento de la tolerancia global al riesgo), como del directo (el impacto sobre la

2. Véase A. García Herrero y A. Ortiz, «The Role of Global Risk Aversión in Explaining Latin American Sovereign Spreads», Documento de Trabajo (en revisión), Banco de España.

DIFERENCIAL SOBERANO EN AMÉRICA LATINA, TIPOS DE INTERÉS EN EEUU Y CRECIMIENTO ECONÓMICO



FUENTES: OCDE, Bloomberg y Datastream.

- a. Diferencial soberano EMBI América Latina. Escala izquierda.
- b. Tipo de interés bono EEUU de alto rendimiento Baa. Escala derecha.
- c. Tipo de interés bono del Gobierno norteamericano a diez años. Escala izquierda.
- d. Indicador adelantado de actividad de la OCDE. Escala derecha.

(CONTINUACIÓN)

parte idiosincrásica del diferencial, o aquella relacionada con los fundamentos del país). Los resultados son significativos en todos los casos excepto en los de Argentina y Ecuador, si bien para estos países han de tomarse con cautela, al haber estado ambos en suspensión de pagos durante una parte de la muestra. En cuanto al impacto de los tipos de interés de los bonos del Tesoro norteamericanos sobre los diferenciales soberanos, el análisis realizado no permite ser concluyente. En particular, y en contra de los resultados más habituales en la literatura de los años noventa, no permite afirmar que una subida de los tipos a largo plazo norteamericanos aumente los diferenciales de los bonos soberanos latinoamericanos. Este resultado ambiguo podría explicarse por la existencia de dos efectos de signo contrario que se compensan. Por un lado, el aumento de los tipos a largo plazo norteamericanos incrementa el coste de la financiación en Latinoamérica, lo que tiende a empeorar sus fundamentos, especialmente los relacionados con la sostenibilidad de la deuda (si bien el análisis empírico solo resulta significativo en Chile, México, Perú y Colombia). Sin embargo, por otro, el

aumento de los tipos de interés a largo plazo norteamericanos podría incrementar la tolerancia global al riesgo en la medida en que fuera reflejo de una mejora en las perspectivas de crecimiento futuro y no tanto de presiones inflacionistas. En el análisis empírico, este canal indirecto es significativo en todos los casos excepto en Ecuador.

En resumen, la tolerancia global al riesgo parece haber sido un determinante importante y, en términos generales, creciente de la evolución de los diferenciales soberanos de los países latinoamericanos en los últimos años, especialmente en aquellos de menor riesgo y en períodos de estabilidad. El crecimiento económico en EEUU es un factor clave en la determinación de los diferenciales soberanos tanto a través de su impacto directo sobre los fundamentos económicos de este país como indirecto, a través de su influencia sobre la tolerancia global al riesgo. Sin embargo, el análisis realizado encuentra que el impacto de los tipos de interés a largo plazo americanos es mucho más ambiguo.

cho, en el conjunto de la zona las reservas de divisas aumentaron en más de 34.000 millones de dólares, situándose en máximos históricos.

La entrada de capitales originó presiones tendentes a apreciar la mayor parte de las divisas latinoamericanas, principalmente en la primera mitad del año, con la excepción del peso mexicano, que en el conjunto del ejercicio se depreció un 5%, estabilizándose en torno a ese nivel en los primeros meses de 2004. En términos agregados se estima que, en 2003 y el primer trimestre de 2004, tuvo lugar una apreciación del tipo de cambio de las economías latinoamericanas frente al dólar del 8,4%, que fue mucho más moderada si se considera el tipo de cambio efectivo nominal, del 1,1%, dada la intensa depreciación del dólar frente a las divisas de otros países industrializados. Estas presiones alcistas sobre las divisas latinoamericanas fueron parcialmente contrarrestadas, durante el segundo semestre, por una política activa de intervención y acumulación de reservas por parte de la mayoría de los principales bancos centrales de la región, principalmente aquellos que, como Brasil o Argentina, habían sufrido una mayor erosión en sus reservas durante las turbulencias cambiarias de los años anteriores, aunque este fenómeno también se observó en economías que habían mantenido la estabilidad, como México. En Venezuela, las presiones depreciatorias sufridas por el bolívar a comienzos del año 2003 y el fuerte drenaje de reservas llevaron a las autoridades a instaurar un estricto control de cambios a partir del mes de febrero, que contribuyó al desplome del consumo interno y de las importaciones.

El repunte inflacionista de 2002 en la mayoría de los países fue controlado a lo largo de 2003, de modo que la tasa interanual a final de año para el conjunto del área se situó en un 8%. Si bien esta tasa resulta elevada en comparación con las demás zonas emergentes, su valoración es relativamente positiva, si se considera la magnitud de las depreciaciones cambiarias experimentadas por la mayor parte de estos países en el año 2002, y parece confirmar el éxito de los regímenes de tipo de cambio flexibles combinados con objetivos directos de inflación (véase recuadro II.4). La favorable evolución de los precios, en un contexto de estabilidad cambiaria, ha permitido relajar las políticas monetarias en buen número de países, con mayor intensidad al inicio que al final del año, con la excepción de Brasil, donde el ciclo bajis-

En América Latina, el proceso inflacionista ha tenido raíces fundamentalmente fiscales, puesto que los ingresos por señoreaje han desempeñado un papel tradicionalmente muy relevante en la financiación de los desequilibrios presupuestarios. La fijación del tipo de cambio por parte de un país limita su autonomía monetaria y tiende a reducir la inflación, por lo que no resulta extraño que, en un contexto de elevada inflación, los planes de estabilización aplicados en América Latina entre finales de los años ochenta e inicios de los noventa tuvieran como denominador común la fijación, más o menos rígida, del tipo de cambio. Se esperaba también que los regímenes de tipo de cambio fijo no solo indujeran una evolución más estable de los precios, sino que propiciaran un mayor compromiso de las autoridades fiscales con el equilibrio de las finanzas públicas, al verse restringidas en su capacidad de hacer uso del señoreaje como fuente de financiación.

En el gráfico adjunto se observa que, efectivamente, durante el período de predominio de los regímenes de tipo de cambio fijo, la inflación en el conjunto de América Latina se redujo significativamente. Sin embargo, la evolución de los saldos fiscales no parece haberse visto favorecida. Al contrario, en los primeros años de la década de los noventa, el peso creciente de los regímenes de tipo de cambio fijo vino acompañado de un deterioro de los saldos fiscales; solo tras 1994, cuando empieza el viraje hacia políticas cambiarias más flexibles, se observa una disminución y estabilización posterior de los desequilibrios presupuestarios. De todo ello cabe concluir

que la fijación de los tipos de cambio no tuvo efectos favorables sobre la disciplina fiscal.

Durante la segunda mitad de los años noventa, a raíz de las sucesivas crisis financieras que afectaron a los países emergentes, se fueron abandonando paulatinamente los regímenes de tipo de cambio fijo en América Latina y se produjo un paso bastante generalizado a la flotación. Tras ello, la mediana de la inflación del área se ha mantenido en tasas moderadas, por debajo de los dos dígitos, a pesar de las fuertes depreciaciones acumuladas en algunos países en los últimos años. Además, en un contexto de crecimiento muy reducido, el déficit público sólo se ha incrementado moderada y transitoriamente, y el superávit primario del área muestra incluso una sostenida tendencia ascendente. A partir de esta evolución, puede afirmarse que la transición hacia regímenes de tipo de cambio flexibles en América Latina —que fue, en muchos casos, traumática, al producirse en medio de crisis graves— ha sido, en retrospectiva, exitosa, puesto que ha venido acompañada de una consolidación de la disciplina monetaria y fiscal.

En el ámbito fiscal, los satisfactorios resultados obtenidos en el período reciente de flotación, que contrastan con los alcanzados cuando los tipos de cambio fijos eran predominantes, pueden ser explicados por argumentos que refutan la supuesta disciplina fiscal inducida por los regímenes de tipo de cambio fijo, y cuya relevancia ha sido explo-

RÉGIMEN CAMBIARIO Y VARIABLES MONETARIAS, FISCALES Y REALES EN AMÉRICA LATINA

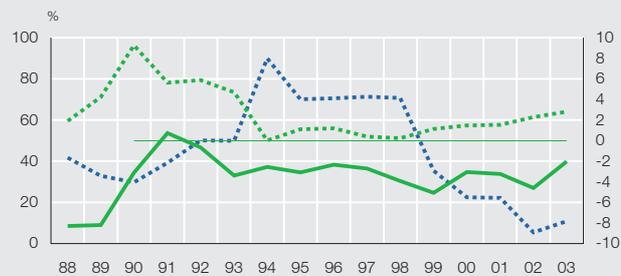
1. REGÍMENES FIJOS, PIB E INFLACIÓN

- PESO DE LOS REGÍMENES FIJOS EN EL PIB DEL ÁREA
- CRECIMIENTO DEL PIB (Escala dcha.)
- MEDIANA DE LA TASA DE INFLACIÓN (Escala dcha.)



2. REGÍMENES FIJOS Y SALDOS FISCALES

- PESO DE LOS REGÍMENES FIJOS EN EL PIB DEL ÁREA
- SALDO PRIMARIO (Escala dcha.)
- SALDO TOTAL (Escala dcha.)



3. DINÁMICA DE LOS REGÍMENES FIJOS (a)

- CRECIMIENTO DEL PIB (%)
- PAGOS POR INTERESES DE LA DEUDA (% PIB)



FUENTES: FMI y elaboración propia.

a. El punto t se refiere al momento de fijación del tipo de cambio. Medias de toda la muestra.

rada empíricamente en un trabajo reciente³. Más bien al contrario, ciertos elementos sugieren que la fijación cambiaria puede incentivar comportamientos fiscales más laxos que los regímenes de flotación. En efecto, la fijación del tipo de cambio, por un lado, suele ejercer un efecto de atracción sobre los capitales externos y, por otro, impulsa el consumo y la inversión, lo que se traduce, como se observa en el gráfico, en una reducción de los costes de financiación del déficit público y en una expansión económica, respectivamente. De este modo, las autoridades fiscales pueden financiar un mayor gasto público y el rigor fiscal tiende a diluirse en ausencia de instituciones fiscales consolidadas. Este razonamiento, además, viene respaldado por la evidencia empírica mencionada: los regímenes de tipo de cambio fijo no resultan en una mejora significativa de los saldos públicos debido, sobre todo, a que reducen sustancialmente los pagos por

intereses de la deuda, lo que supone una relajación efectiva de la restricción presupuestaria del Gobierno y favorece una menor disciplina fiscal. Finalmente, es importante señalar que, en última instancia, esta carencia de disciplina fiscal contribuye al propio abandono de la paridad cambiaria, puesto que esta acaba siendo incompatible con los desequilibrios macroeconómicos.

En definitiva, se puede concluir que las anclas cambiarias son capaces de ayudar en la consecución de una mayor estabilidad monetaria. Sin embargo, por lo que respecta a la disciplina fiscal, al facilitar el acceso a la financiación exterior, pueden poner en marcha —especialmente en los países más dependientes de flujos de capitales externos— procesos de deterioro de las finanzas públicas que terminen minando la sostenibilidad del propio régimen de tipo de cambio fijo. El ancla externa, en fin, puede ayudar a una política de compromiso genuino por parte de las autoridades con la disciplina fiscal, pero no sustituirla en ningún caso, e incluso puede llegar a inducir comportamientos fiscales poco disciplinados.

3. Véase E. Alberola, y L. Molina (2003), «What Does Really Discipline Fiscal Policy in Emerging Markets? The Role and Dynamics of Exchange Rate Regimes», *Money Affairs*, 16, 2, y Documento de Trabajo n.º 0302, Banco de España.

ta de tipos de interés solo se inició en junio ante la incertidumbre sobre el comportamiento de la inflación durante los primeros meses del ejercicio; sin embargo, a partir de ese momento el recorte de los tipos de interés fue muy intenso, reduciéndose el tipo de interés de referencia en más de 10 puntos porcentuales en la segunda parte del año, hasta situarse en el 16,25% a comienzos de 2004. También en Argentina los tipos de interés a corto plazo se redujeron hasta niveles inferiores al 3% en los primeros meses de 2004, lo que supone una caída de más de 12 puntos porcentuales.

Las políticas fiscales siguieron siendo relativamente restrictivas, si se tiene en cuenta la débil posición cíclica, lo que permitió la consolidación de la tendencia a la reducción de los déficits públicos y la obtención de superávit primarios en la mayoría de los países. Esta es una diferencia clave respecto al pasado: en 2003, a pesar de la mayor disponibilidad y menor coste de la financiación externa, las posiciones fiscales no fueron con carácter general más laxas, lo que refleja un mayor compromiso de los Gobiernos con la estabilidad fiscal. En términos agregados, el déficit total se contrajo en 2003 hasta el 2,2% del PIB, frente al 4,9% de 2002, mejora a la que contribuyeron tanto la caída de los costes de financiación como el incremento del superávit primario, que en el conjunto de la región fue del 2,8%, 0,6 puntos porcentuales superior al del año anterior. A pesar de este esfuerzo de disciplina fiscal, los relativamente elevados niveles de deuda en muchos países continúan representando uno de los principales elementos de vulnerabilidad de la zona.

La favorable evolución de los diferenciales soberanos y de los tipos de cambio y las mejores condiciones de financiación, aunque permitieron calmar la percepción de inestabilidad financiera, solo contribuyeron moderadamente a reducir las vulnerabilidades financieras, que siguen siendo elevadas en numerosos casos. A su vez, recientemente parece observarse que los flujos de capital no han discriminado suficientemente entre los fundamentos de las diversas economías, favoreciendo en similar medida incluso a aquellos países que presentan mayores signos de fragilidad. Por estos motivos, la tendencia al estancamiento de las reformas estructurales, sobre todo en los países que habían sufrido crisis en los años anteriores —con

algunas excepciones, como Brasil— es un motivo de preocupación. En consecuencia, sería particularmente aconsejable aprovechar el actual entorno financiero y económico favorable para reactivar los procesos de reforma. Tal compromiso no solo permitiría mejorar la capacidad de resistencia ante un eventual retraimiento e incluso reversión de los flujos de capitales, sino que es una condición necesaria para poder recuperar unas tasas de crecimiento satisfactorias en el medio plazo.

Un ámbito en el que se consiguieron algunos progresos significativos fue el de la integración comercial, que se reactivó especialmente en Mercosur y a través de acuerdos de naturaleza bilateral. De estos, cabría destacar los acuerdos logrados entre Chile y la UE en 2003, así como entre Chile y EEUU a comienzos de 2004; los progresos alcanzados entre América Central y EEUU (CAFTA); el reforzamiento de las preferencias generales arancelarias de EEUU respecto a los países andinos, y las iniciativas de integración entre Mercosur y el Pacto Andino. No obstante, los avances en el principal acuerdo comercial —el Acuerdo de Libre Comercio para las Américas— quedaron por debajo de las expectativas.

Por lo que atañe a la evolución concreta de los principales países, que fue heterogénea, en Brasil el impacto del ajuste y de la restricción de las políticas económicas sobre la actividad se prolongó durante la mayor parte del año, lo que explica un crecimiento del producto prácticamente nulo (-0,2%). Tan solo el sector exterior mostró un cierto dinamismo, lo que situó el saldo de la balanza comercial en un superávit atípico, del 5,9% del PIB, y del 0,8% en la cuenta corriente. La superación de la crisis de confianza en los mercados financieros internacionales, apoyada por el compromiso de las autoridades con las reformas, se tradujo en un descenso acusado de los diferenciales soberanos, hasta situarse en los niveles mínimos de los últimos cinco años, y en una recuperación del tipo de cambio del real. A ello no fue ajena la consecución de un superávit primario del 4,3% del PIB, que resultó posible gracias a la moderación del gasto, ya que la recaudación se redujo en términos reales. Sin embargo, la elevada carga de intereses y el escaso crecimiento nominal se tradujeron en un nuevo aumento de la deuda pública en relación con el PIB, hasta alcanzar el 58,2% a finales de año.

En México, el crecimiento del PIB en 2003 se limitó a un 1,3%. A pesar de la recuperación de la economía estadounidense, la actividad solo comenzó a mostrar síntomas de reactivación en la producción de manufacturas y en las exportaciones no petroleras hacia finales de año. La cuota de exportación a EEUU se redujo nuevamente respecto a las economías emergentes asiáticas, lo que ha generado un debate sobre la pérdida de competitividad internacional de México y el posible efecto adverso del retraso en la aprobación de las reformas estructurales más importantes.

En Argentina, la evolución económica sorprendió favorablemente, tanto por el ritmo de crecimiento del PIB (8,4%) como por la capacidad de control de la inflación (2,7% interanual en diciembre). Este rasgo probablemente guarde relación no solo con la prudente política monetaria aplicada, sino también con el exceso de capacidad existente en muchos sectores, tras la fuerte crisis sufrida en años precedentes y la paralización del crédito. Aunque a lo largo del año se fue afianzando la estabilidad macroeconómica y se suscribió un nuevo programa financiero con el FMI, los procesos de reforma estructural avanzaron, en general, a ritmos muy lentos y apenas se progresó en la reestructuración de la deuda externa hasta los primeros meses de 2004.

En Chile, la economía creció en 2003 un 3,3%, como consecuencia principalmente del buen comportamiento del consumo privado. Sin embargo, el crecimiento se situó aún por debajo del potencial, lo que, unido a la apreciación del peso, propició que la inflación disminuyera

notablemente en la segunda mitad del año, hasta un 0,8% en enero de 2004. La sensible mejoría de las perspectivas de la evolución de los precios llevó al Banco Central de Chile a recortar su tipo de referencia hasta un mínimo histórico del 1,75%.

Finalmente, tanto Colombia como Perú registraron tasas de crecimiento muy notables durante 2003, del 3,7% (máximo desde 1995) y del 4%, respectivamente. Venezuela, sin embargo, con una contracción del PIB del 9,2%, atravesó por la peor recesión de su historia, en parte debido a los efectos de la huelga general de finales de 2002, a la paralización del sector petrolero y a la implantación del control de cambios. Finalmente, la economía uruguaya, tras la fuerte crisis de 2002, experimentó durante el pasado año un crecimiento del 2,5%.

3.3 PAÍSES CANDIDATOS A LA UE Y OTRAS ECONOMÍAS DE EUROPA DEL ESTE

Los diez países que en mayo acaban de incorporarse a la UE (Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia y la República Checa) mantuvieron durante el pasado año ritmos de crecimiento relativamente altos, en torno al 3,5%, aunque persistieron los déficit públicos y por cuenta corriente. La fuerte recuperación de Polonia, la mayor economía de la zona, que creció un 3,7%, y el moderado repunte de la República Checa contribuyeron a compensar el menor crecimiento de países como Hungría, Eslovaquia o Eslovenia, mientras que los países bálticos fueron los que mantuvieron un mayor ritmo de avance del PIB.

En la mayoría de estos países el principal impulso expansivo procedió de la demanda interna, mientras que la aportación del sector exterior fue, en general, ligeramente negativa, como consecuencia del fuerte tirón de las importaciones, ya que las exportaciones tendieron a evolucionar de manera favorable. Excepciones a este patrón de crecimiento fueron Polonia y Eslovaquia, en los que la demanda externa experimentó una fuerte reactivación.

El proceso de desinflación que venía teniendo lugar en los últimos años prosiguió en 2003, aunque se observó, a partir de mediados de año, un repunte casi generalizado en las tasas de inflación, que continuó en los primeros meses del presente ejercicio. Este repunte se debió, entre otras razones, a la subida de los precios de los alimentos, a la liberalización de algunos precios administrados y a la subida de impuestos indirectos. Dentro de estas pautas generales se observaron diferencias notables entre países: mientras algunos, como Polonia, registraron una apreciable moderación en sus tasas medias de inflación, e incluso tasas negativas, como la República Checa, en otros países, como Hungría (4,7%), las tasas de inflación fueron bastante más elevadas.

Por lo que respecta a las finanzas públicas, el deterioro fiscal fue uno de los aspectos más significativos y preocupantes en la evolución económica de estos países en 2003, no solo por el hecho de que, en algún caso, el déficit público fuese superior al del ejercicio precedente, sino, especialmente, porque se produjeron importantes desviaciones respecto a los objetivos fijados. En promedio, los déficit públicos se situaron en torno al 5% del PIB, la mayor parte con un elevado componente de carácter estructural. Así, tuvieron lugar desviaciones fiscales significativas en la República Checa y Hungría, mientras que, en Polonia, el déficit se ajustó al 4% del PIB previsto, aunque existen perspectivas de aumento para 2004. Por el contrario, resulta destacable el progreso de la consolidación fiscal en algunos países, como los bálticos, que registraron déficit moderados o resultados fiscales mejores de lo planeado. En conjunto, la convergencia nominal experimentó un avance en materia de inflación, pero no en la evolución de las cuentas públicas.

Los déficit por cuenta corriente aumentaron en la mayoría de estos países, con las únicas excepciones de Polonia (que lo redujo del 3,5% del PIB en 2002 al 1,9% en 2003) y, sobre

todo, Eslovaquia (del 7,2% al 1,9%), gracias al muy favorable comportamiento de las exportaciones. En otros países, sin embargo, el dinamismo de la demanda interna hizo que los déficits exteriores aumentasen hasta cifras muy elevadas (entre el 5% y el 10%, e incluso superiores), que podrían plantear en algunos casos problemas de sostenibilidad a medio plazo. No obstante, factores como los bajos niveles de endeudamiento externo, las elevadas reservas de divisas, la necesidad de financiar con cargo al ahorro externo los procesos de crecimiento económico, las fuertes entradas de inversión extranjera directa y la estabilidad institucional derivada de la reciente entrada en la UE tienden a matizar dicha preocupación.

El deterioro de las balanzas corrientes y el déficit público ocasionaron presiones de diversa magnitud sobre los tipos de cambio en algunos países, principalmente en el segundo semestre. En Hungría, tras la pequeña devaluación de la banda unilateral del florín frente al euro en el mes de junio, el banco central se vio obligado a elevar su tipo oficial en 600 puntos básicos en movimientos sucesivos, para contrarrestar las presiones contra su moneda en la segunda parte del año. A pesar de la subida de los tipos de interés, el tipo de mercado del florín frente al euro se depreció un 10% en el conjunto del año, mientras el zloty polaco lo hacía en un 15% y la corona checa en un 2,5%, depreciaciones que han revertido parcialmente a comienzos del presente ejercicio.

Entre el resto de economías emergentes del área merecen destacarse, por su importancia sistémica, los casos de Turquía y Rusia. En Turquía, el PIB creció un 5,5% en 2003, como consecuencia de los fuertes aumentos del consumo y la inversión. La apreciación de la lira turca permitió rebajar la inflación hasta prácticamente la mitad que en 2002 y por debajo del objetivo del 20% a final de año. La sostenibilidad de la deuda pública continuó siendo el desafío más importante para la economía turca, debido a la vulnerabilidad que impone su estructura a corto plazo y su dependencia de la evolución de los tipos de interés y del tipo de cambio, que exige el mantenimiento de superávits primarios cuantiosos.

En Rusia, el crecimiento de la economía se aceleró con fuerza hasta un 7,3%, superando ampliamente el 4,7% en 2002, como consecuencia del impulso del sector exterior y de la inversión, en particular en el sector petrolífero, alentada, en parte, por la evolución favorable del precio del crudo. A su vez, la tasa de inflación se redujo hasta el 12% en diciembre de 2003, en línea con el objetivo del banco central. El país mantuvo un elevado superávit por cuenta corriente, en torno al 9% del PIB, similar al de 2002, lo que intensificó el ritmo de acumulación de reservas, que se sitúan en la actualidad en 73.000 millones de dólares. Finalmente, las cuentas públicas alcanzaron un superávit del 1,3% del PIB.

III EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

1 Las condiciones económicas en el área del euro

En 2003, el área del euro siguió inmersa en el prolongado período de bajo crecimiento económico que se inició dos años antes, caracterizado por ritmos de avance del PIB claramente inferiores al del producto potencial. En concreto, el PIB de la UEM creció tan solo un 0,4% el pasado ejercicio, esto es, medio punto por debajo de la tasa registrada en 2002 (cuadro III.1). En los primeros años de la presente década, la zona del euro y las distintas áreas económicas mundiales se vieron sometidas a perturbaciones comunes, tales como la inestabilidad del entorno político internacional, el alza de los precios del petróleo, la crisis bursátil y la necesidad de que las empresas acometieran un saneamiento de su estructura financiera tras un período de fuerte endeudamiento. Sin embargo, el área del euro ha encontrado mayores dificultades para superar el impacto de esos desarrollos, en parte como consecuencia de la atonía del gasto privado ligada a la débil confianza de consumidores y empresarios.

En este contexto, aunque las políticas de demanda han adoptado un tono expansivo, su efectividad ha sido limitada para fortalecer las expectativas de renta de los agentes económicos y, por tanto, para aumentar su propensión al gasto. Al mismo tiempo, la percepción cada vez más generalizada de los obstáculos que impiden el progreso sostenido de la economía europea y el escaso dinamismo reformador han podido ejercer un efecto adverso sobre la actividad. En todo caso, en la Unión Monetaria parece haberse consolidado un entorno de estabilidad macroeconómica en el que prevalecen unas condiciones financieras muy favorables para el desarrollo de la actividad económica. Por ello, cabe pensar que, si no se producen nuevas perturbaciones en el ámbito europeo o internacional, la UEM mantendrá una senda de recuperación en el año en curso—en línea con la mejora observada en el primer trimestre de 2004— hasta tasas próximas a las del crecimiento potencial, y una tasa de inflación compatible con la definición de estabilidad de precios confirmada y clarificada por el BCE en la revisión de su estrategia de política monetaria efectuada en la primavera de 2003.

1.1 LA ACTIVIDAD Y EL EMPLEO

En 2003, el área del euro cosechó resultados muy mediocres en términos del crecimiento del PIB, que, en tasa media anual, se situó en su nivel más bajo desde 1993. Esta debilidad de la actividad fue más acusada en la primera mitad del año, período en que la elevada incertidumbre política internacional ejerció un impacto negativo sobre la confianza de los agentes y el comercio. En el segundo semestre, la economía de la zona mostró un mayor dinamismo, en un clima de mejora de las condiciones financieras y del entorno internacional, si bien la intensidad de la recuperación ha sido, por el momento, relativamente modesta.

Desde el punto de vista de la composición del crecimiento destaca la contribución negativa de 0,6 puntos porcentuales del saldo neto exterior, atribuible a la pronunciada apreciación del tipo de cambio del euro y, en la primera mitad del año, a la debilidad del comercio mundial (véase cuadro III.1). Por su parte, el gasto interno continuó adoleciendo de una notable falta de vigor, aunque su aportación al crecimiento del producto fue algo superior a la observada en 2002. Por último, la variación de existencias explicó tres décimas del crecimiento observado del PIB.

Entre los componentes de la demanda interna destaca la atonía del consumo privado, que permaneció estancado desde el segundo trimestre del año (véase gráfico III.1). En parte, la debilidad del consumo reflejó el modesto crecimiento de la renta disponible, que, a pesar de las trans-

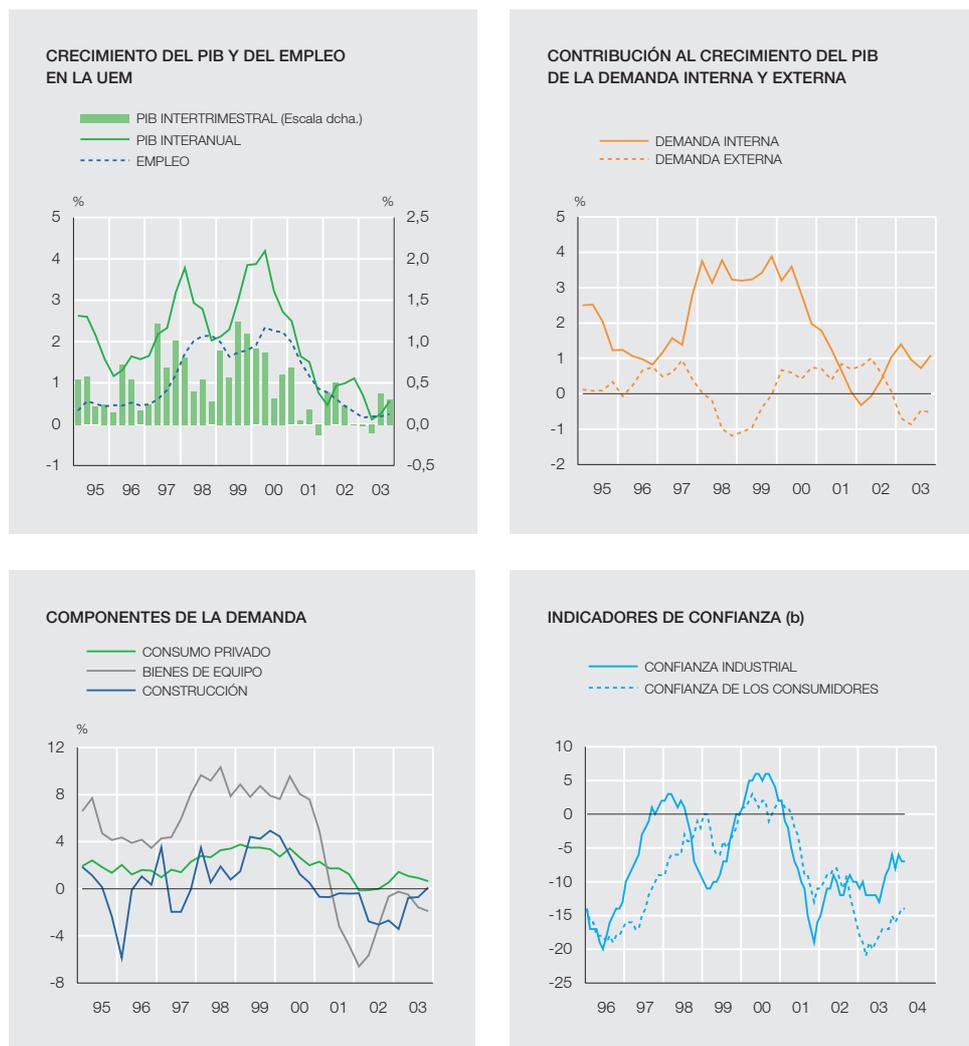
	2001	2002	2003	2003			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
DEMANDA Y PRODUCTO							
Producto interior bruto	1,6	0,9	0,4	0,0	-0,1	0,4	0,3
Demanda interna sin existencias	1,4	0,0	0,8	0,2	0,1	0,2	0,2
<i>Consumo privado</i>	1,7	0,1	1,0	0,5	0,0	0,1	0,0
<i>Consumo público</i>	2,5	2,9	2,0	0,5	0,6	0,7	0,4
<i>Formación bruta de capital fijo</i>	-0,3	-2,8	-1,0	-0,8	-0,3	-0,2	0,6
Exportaciones	3,4	1,5	0,1	-1,3	-0,8	2,2	0,2
Demanda final	1,6	0,6	0,8	-0,1	-0,2	0,6	0,6
Importaciones	1,7	-0,1	1,8	-0,4	-0,5	1,1	1,6
Contribuciones al crecimiento del PIB (b)							
Demanda interna	0,9	0,3	1,0	0,4	0,0	-0,1	0,8
<i>Variación de existencias</i>	-0,5	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,3	0,6
Demanda externa	0,7	0,6	-0,6	-0,4	-0,1	0,5	-0,5
PRECIOS Y COSTES (c)							
Precios de consumo (media anual)	2,6	2,3	2,1	2,3	1,9	2,0	2,0
Deflactor de la demanda final	2,0	1,5	1,2	1,5	1,1	1,2	1,1
Deflactor del PIB	2,4	2,5	2,1	2,0	2,2	2,2	2,1
Costes laborales unitarios	2,6	2,2	2,2	2,0	2,7	2,4	1,7
Remuneración por asalariado	2,8	2,5	2,4	2,5	2,6	2,5	2,1
Productividad del trabajo	0,2	0,3	0,2	0,5	-0,1	0,1	0,3
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)							
Gastos totales	48,2	48,4	49,1				
Gastos corrientes	43,7	44,1	44,6				
<i>Gastos por intereses</i>	4,0	3,7	3,5				
Inversión pública	2,5	2,4	2,6				
Ingresos totales	46,6	46,2	46,4				
Déficit (-)/superávit (+) primario	2,4	1,5	0,8				
Déficit (-)/superávit (+)	-1,7	-2,3	-2,7				
MERCADO DE TRABAJO							
Empleo total	1,4	0,5	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1
Paro (e)	8,0	8,4	8,8	8,7	8,8	8,8	8,8
BALANZA DE PAGOS (d)							
Cuenta corriente	-0,2	0,8	0,4	0,2	-0,4	0,6	1,0
Cuenta de capital	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,4

FUENTES: BCE y Comisión Europea.

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

ferencias netas recibidas de las Administraciones Públicas y del sostenimiento de la remuneración por asalariado, se vio lastrado por el escaso aumento del empleo. Además, las familias no utilizaron significativamente ni sus tenencias de activos ni el recurso al crédito para aumentar este componente de su gasto. Así, se estima que la tasa de ahorro apenas cayó en 2003, después de aumentar de manera pronunciada en los dos años anteriores, a pesar de los reducidos tipos de interés reales y de los efectos riqueza positivos derivados de la recuperación de los mercados bursátiles a partir de la primavera y de la revalorización de la vivienda en algunos países. Esta actitud precavida parece reflejar la escasa confianza de los agentes en la evolución futura de sus rentas (véase recuadro III.1).

La formación bruta de capital fijo experimentó una contracción del 1% en 2003, con lo que acumula tres años consecutivos de retroceso, si bien la caída observada el año pasado fue



FUENTES: BCE, Comisión Europea y Banco de España.

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

inferior a la del ejercicio precedente. Las oscilaciones cíclicas de este componente de la demanda son habitualmente mucho más marcadas que las del agregado, rasgo que se ha agudizado en el último ciclo económico. Así, la inversión pasó de representar el 21,6% del PIB en 2000 al 19,8% en 2003. La larga duración y la notable intensidad del proceso de ajuste del capital instalado tienen sus raíces en la corrección a la baja de las expectativas de rentabilidad de los proyectos de inversión y en el exceso de capacidad acumulado en algunos sectores en la anterior fase expansiva. El impacto de estos factores se ha visto agudizado por el excesivo endeudamiento acumulado en algunas compañías de gran tamaño, que les ha exigido destinar una proporción elevada de sus recursos generados a la mejora de su situación patrimonial, y, en el último año, por la evolución desfavorable de los márgenes empresariales, como consecuencia del crecimiento de los costes laborales unitarios y de la apreciación del tipo de cambio. No obstante, las condiciones para el aumento de la inversión productiva mejoraron a lo largo de 2003, sobre todo como consecuencia de la favorable evolución de los mercados financieros, reflejada en el descenso de los diferenciales de la deuda empresarial y en el alza de las cotizaciones bursátiles, que permitió abaratar el coste de capital. Estos factores, junto con los avances en el proceso de saneamiento de los balances y la mejora de la confianza empresarial, ligada a la reducción de las incertidumbres geopolíticas a partir de abril

En 2001 y 2002, el consumo privado mostró una cierta atonía, que se vio reflejada en la evolución de la tasa de ahorro, que aumentó desde un 8,2% en el año 2000 hasta un 10% en 2002, con lo que se interrumpió la tendencia descendente de esa tasa observada a lo largo de la década de los años noventa. Este comportamiento del ahorro contrasta con la hipótesis de renta permanente, según la cual los consumidores reducen su ahorro en etapas de desaceleración de la actividad para suavizar su patrón de consumo a lo largo del tiempo. En 2003, el consumo privado de la UEM ha seguido mostrando signos de debilidad, especialmente en los últimos tres trimestres, en los que su crecimiento casi se ha estancado (véase el gráfico superior). Esta evolución es relativamente inusual, dados el mantenimiento del empleo y las favorables condiciones financieras existentes, materializadas en unos tipos de interés reales muy reducidos. Asimismo, cabría esperar que el soporte proporcionado por el aumento de los precios de los activos reales y la revalorización de los activos financieros a lo largo del año hubieran contribuido también a impulsar un mayor dinamismo del gasto de las familias.

Una confluencia de factores de distinta naturaleza puede ayudar a explicar la debilidad del consumo privado. En primer lugar, la percepción de una tasa de inflación más alta que la observada, que se inició tras la introducción en 2002 de los billetes y monedas en euros, pa-

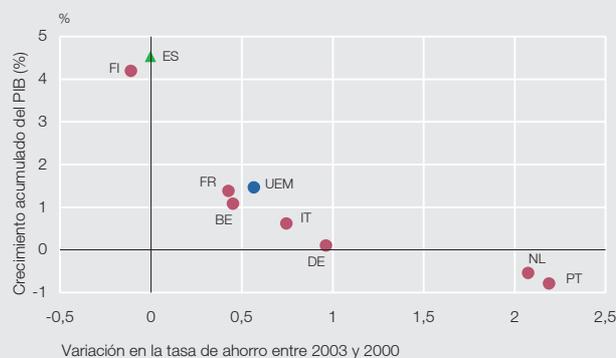
rece haber prevalecido durante cierto tiempo, lo que podría haber contribuido a que los agentes infravaloraran el crecimiento de su renta real disponible, con el consiguiente desincentivo al incremento del gasto. En segundo lugar, aunque el empleo total ha sido especialmente resistente durante la reciente desaceleración, también es cierto que se ha observado una significativa destrucción de puestos de trabajo en algunos sectores, especialmente en manufacturas, y en algunos países, como Alemania. Es posible que estos cambios en la composición del empleo por sectores y por países no sean irrelevantes para determinar la evolución final del consumo, en la medida en que, en las áreas menos dinámicas, el pesimismo ha podido conducir a una disminución del consumo que no ha sido compensada por las decisiones de gasto en las regiones con más crecimiento. Este efecto puede ser relativamente importante si se tiene en cuenta que en los países que han experimentado un menor dinamismo se han puesto de manifiesto debilidades estructurales importantes, que han podido incidir en la percepción de los agentes sobre la evolución futura de sus rentas salariales o sobre la sostenibilidad de los mecanismos de protección frente al desempleo, impulsando de este modo el ahorro por un motivo de precaución (véase el segundo gráfico).

Asimismo, el deterioro reciente de las finanzas públicas en la UEM y las dificultades en la aplicación y cumplimiento del Pacto de Estabilidad y

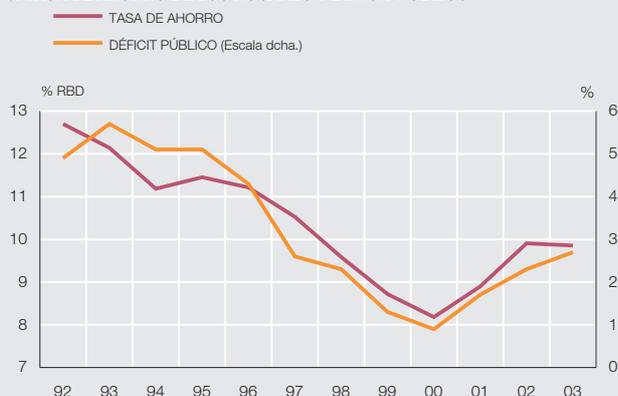
1. CRECIMIENTO DEL CONSUMO Y PIB (a)



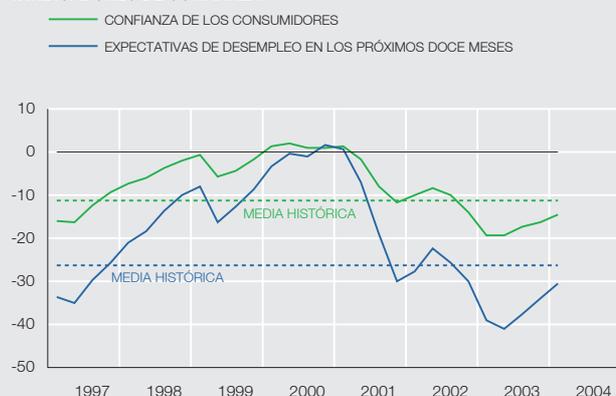
2. TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES Y CRECIMIENTO 2001-2003



3. TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES Y DÉFICIT PÚBLICO



4. INDICADORES DE CONFIANZA



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

a. Tasas de crecimiento intertrimestral.

Crecimiento han podido ser interpretados por los agentes como síntomas claros de la necesidad de reformar algunos aspectos básicos del Estado del bienestar en Europa, con el fin de hacer frente al envejecimiento de la población y, por tanto, como una señal de mayores impuestos y menor renta disponible en el futuro, lo que ha podido incentivar el ahorro. De hecho, se observa que la evolución del déficit público ha discurrido en paralelo con la tasa de ahorro desde el comienzo de la década de los años noventa (véase el tercer gráfico adjunto).

De este modo, parece probable que las dificultades estructurales de la economía europea, unidas a los problemas de las finanzas públicas, hayan conducido a una pérdida de confianza de las familias más persistente que la que se ha observado en otras fases cíclicas similares. En este sentido, según se desprende del último gráfico, aunque los indicadores de confianza de los consumidores han mejorado en los últimos meses, en 2003 se mantuvieron en niveles relativamente reducidos, por debajo de su media histórica.

y al creciente dinamismo de la demanda exterior, propiciaron que se observara un perfil de progresiva recuperación, que conllevó el retorno, en el último trimestre, a tasas de variación de la inversión positivas.

Las exportaciones registraron un crecimiento nulo en el conjunto de 2003. La debilidad de este componente de la demanda fue debida, fundamentalmente, a la apreciación del tipo de cambio del euro (véase recuadro III.2). No obstante, el incremento de la actividad en las principales áreas geográficas en el transcurso del pasado ejercicio favoreció un comportamiento más expansivo de las ventas al exterior en el segundo semestre, lo que permitió que este componente contribuyera de manera significativa a la recuperación del producto de la UEM en el tramo final del año. Por su parte, las importaciones se expandieron a una tasa del 1,8%, resultado de los efectos contrapuestos de la debilidad de la demanda interna y del abaratamiento de los productos exteriores provocado por la apreciación cambiaria. Como consecuencia de esta evolución de los flujos comerciales del área, el superávit por cuenta corriente se redujo en medio punto porcentual, hasta el 0,4% del PIB. En términos de la cuenta financiera, este menor superávit se reflejó en una disminución de los flujos de inversión directa neta en el exterior y de los activos netos exteriores de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM), si bien, al mismo tiempo, aumentaron las inversiones de cartera en el resto del mundo.

En 2003 se observó un aumento de las divergencias de las tasas de crecimiento entre los países del área, que se debió, principalmente, a la dispersión de la contribución de la demanda interna, que fue superior a la correspondiente a la demanda externa (véase gráfico III.2). En particular, en las dos economías más dinámicas de la zona —Grecia y España—, la demanda interna mostró una notable fortaleza, en tanto que la contribución del saldo neto exterior no se apartó significativamente de la media del área. Por el contrario, en los Países Bajos y Portugal, que registraron tasas de crecimiento negativas, el gasto privado experimentó una contracción pronunciada, que, junto a factores específicos a cada uno de ellos, presentó como causas comunes —tal y como se analiza en el recuadro I.3— el elevado nivel de endeudamiento del sector privado y los efectos persistentes de las pérdidas de competitividad acumuladas en períodos anteriores. Finalmente, las tres mayores economías del área mostraron un escaso dinamismo en 2003, con tasas de expansión del PIB muy reducidas (Francia e Italia) o incluso ligeramente negativas (Alemania). En Francia e Italia, el patrón de crecimiento presentó algunas similitudes entre sí, con una caída de cierta intensidad de las exportaciones netas y un modesto aumento del gasto de las familias. Por el contrario, en el caso de la economía germana, el sector exterior mostró una evolución más favorable, en tanto que el consumo privado experimentó un crecimiento negativo. El recuadro III.3 analiza cómo puede verse afectada la sincronía de los ciclos de los distintos países europeos tras la ampliación de la UE. En cuanto a la evolución de la actividad por sectores, aunque, en comparación con

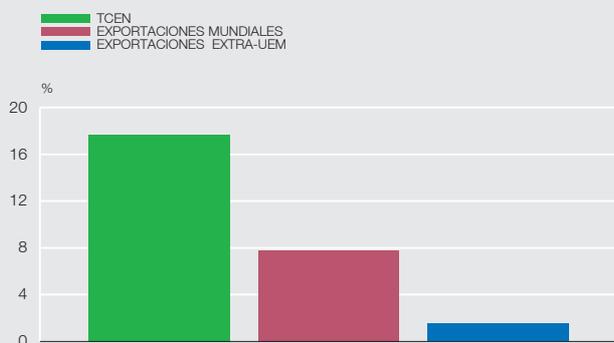
Tras aportar en torno a medio punto porcentual al crecimiento del PIB en 2001 y 2002, el sector exterior detrajo 0,6 pp de la expansión del producto de la UEM en 2003. Esta caída en la contribución del sector exterior está relacionada con la evolución del tipo de cambio del euro, que, en términos efectivos nominales, experimentó una significativa apreciación entre 2001 y 2003, cercana al 18%. A la hora de evaluar el efecto de la apreciación, el análisis del comercio de manufacturas resulta muy relevante, no solo porque estas representan una parte elevada del total de los flujos comerciales, sino también porque estos bienes muestran una mayor sensibilidad a la evolución del tipo de cambio y permiten analizar el comercio exterior sin las distorsiones que introducen los desarrollos en los precios de los mercados internacionales de materias primas.

Durante el período de apreciación más intensa del euro, que corresponde, en general, a los años 2002 y 2003, las exportaciones de manufacturas dirigidas hacia fuera del área registraron un crecimiento acumulado del 1,5%, inferior al observado para el conjunto de las exportaciones mundiales (véase el gráfico superior). Aunque este diferencial de crecimiento podría atribuirse a la apreciación cambiaria, es posible que, en parte, obedezca también a la tendencia decre-

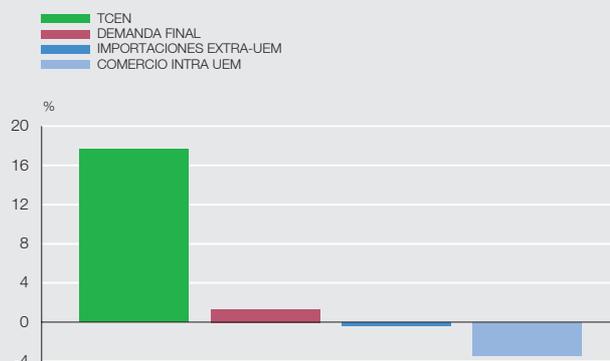
ciente mostrada por la cuota de exportaciones de la UEM en el comercio mundial a lo largo de la última década. Esta tendencia, que comparten otros países industrializados, está relacionada con la irrupción de nuevos competidores en los mercados internacionales que explotan sus ventajas comparativas en la producción de algunos bienes sobre la base de menores costes o mayor disponibilidad de determinados recursos naturales. En la vertiente de las importaciones, las ventas de manufacturas del resto del mundo a la zona del euro se estancaron en el conjunto de 2002 y 2003 (véase el segundo gráfico). Esta disminución resulta más difícil de reconciliar con la evolución de los determinantes de estos flujos, ya que, al impacto de la apreciación cambiaria, que tiende a abaratar las importaciones, habría que sumar la expansión —aunque modesta— de la demanda final del área en ese período, que fue de un 1,3%. Además, la evolución del tipo de cambio del euro no solo afecta a los flujos comerciales con el resto del mundo, sino también al comercio entre los países de la UEM, en la medida en que estos intercambios compiten con los procedentes de otras zonas geográficas. De este modo, la apreciación del euro tendería a deprimir el comercio dentro del área. De hecho, el comercio de manufacturas entre los países de la UEM se redujo un 3,4%, en términos acumulados, en 2002 y 2003.

LA EVOLUCIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR DE MANUFACTURAS DE LA UEM EN LA FASE DE APRECIACIÓN DEL EURO

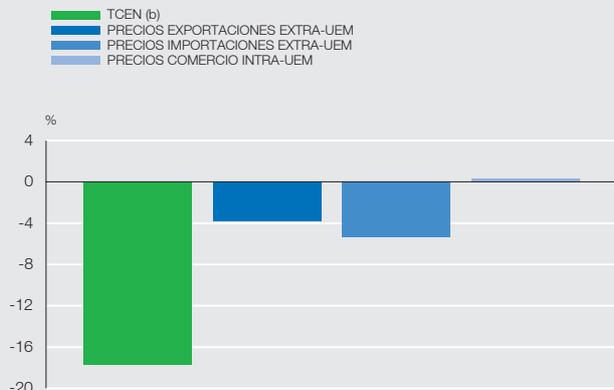
1. EXPORTACIONES EXTRA-UEM Y SUS DETERMINANTES (a)



2. IMPORTACIONES EXTRA-UEM, COMERCIO INTRA-UEM Y SUS DETERMINANTES (a)



3. TCEN Y PRECIOS (a)



4. MÁRGENES EMPRESARIALES



FUENTES: BCE, Eurostat y FMI.

a. Variación acumulada entre 2001 y 2003, en términos medios anuales.
 b. Cambiado de signo.

Para evaluar en qué medida los flujos comerciales analizados se han ajustado completamente al nuevo nivel del tipo de cambio es fundamental examinar el comportamiento de exportadores e importadores en la fijación de precios. Así, en el tercero de los gráficos adjuntos, se observa que los exportadores de manufacturas de la UEM han optado por no repercutir plenamente la apreciación cambiaria a sus precios en moneda extranjera, reduciendo, por tanto, en cierta medida, los precios percibidos en euros (en una cuantía de casi el 4%), lo que ha atenuado el impacto negativo sobre el volumen de sus exportaciones, a cambio de tolerar una compresión de sus márgenes (véase, a este respecto, el último gráfico). La utilización de coberturas cambiarias ha podido contribuir a aliviar esa reducción del margen unitario, aunque es difícil evaluar la magnitud de este fenómeno debido a la escasez de información estadística. Además, cabe pensar que, puesto que el grueso de las operaciones de cobertura se realiza a un plazo inferior a un año, el papel que este mecanismo haya podido desempeñar se habrá ido diluyendo a medida que ha avanzado el proceso de apreciación. También se observa que el potencial abaratamiento de las importaciones, al que conduciría la apreciación del tipo de cambio, se ha visto limitado por el comportamiento de los exportadores del resto del mundo a la UEM, cuyos precios se han reducido solo en aproximadamente una tercera parte de lo que permitiría la apreciación cambiaria, lo que indica que han preferido au-

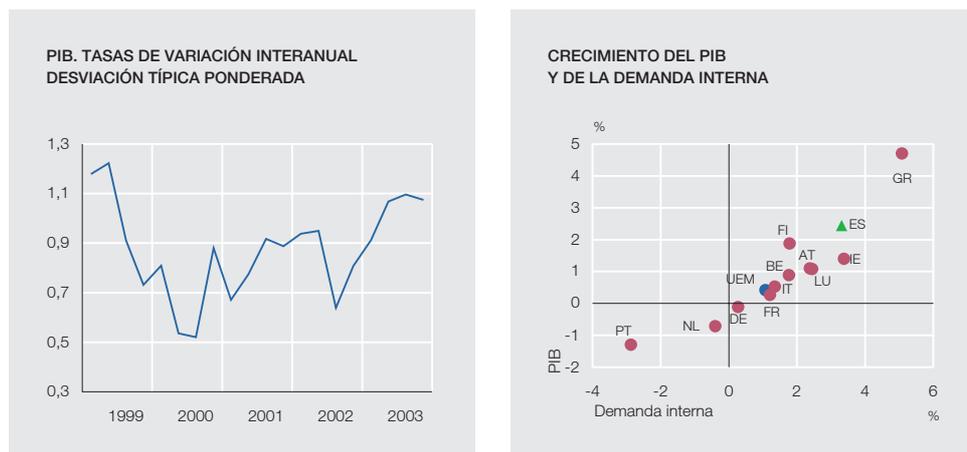
mentar sus márgenes en lugar de ampliar su cuota en los mercados del área. Así, pese a la intensa variación del tipo de cambio, la evolución de los precios de las exportaciones e importaciones es bastante similar. A diferencia de los precios de las exportaciones e importaciones respecto al resto del mundo, los precios del comercio intra-UEM no se han contraído, lo que puede ser indicio de que para algunas empresas europeas no ha sido posible abaratar sus precios a causa del efecto negativo sobre sus márgenes.

En suma, aunque la apreciación del euro ha tenido unos efectos significativos en la actividad de la zona, debe tenerse en cuenta que la traslación incompleta a los precios de exportaciones e importaciones ha limitado ese impacto, lo que se ha reflejado en una apreciación del tipo de cambio efectivo real mucho más reducida. La posibilidad de que los exportadores del resto del mundo puedan recortar sus precios renunciando a una parte de su ganancia de márgenes y las dificultades que pueden tener las empresas europeas para mantener las caídas de precios de sus productos suponen que ese factor que ha atenuado el impacto de la apreciación puede ser solo transitorio. En cualquier caso, las perspectivas sobre la recuperación de la economía mundial, que crecerá significativamente por encima de la demanda final de la UEM, ayudarán a compensar el efecto negativo de la apreciación del euro sobre la actividad.

2002, se redujo la tasa de crecimiento del valor añadido en todos ellos, los servicios mostraron en 2003 una desaceleración algo mayor que las manufacturas y la construcción, de forma coherente con la debilidad de la demanda interna.

La tasa de desempleo aumentó cuatro décimas en 2003, hasta situarse en el 8,8% de la población activa, mientras que el nivel de empleo permaneció prácticamente estancado a lo largo de todo el año. Una de las características diferenciales de la reciente etapa de bajo crecimiento, en comparación con otros episodios anteriores, ha sido la modesta sensibilidad del empleo a la desaceleración de la actividad, lo que se ha traducido en un crecimiento escaso de la productividad durante tres años consecutivos y, dado el sostenimiento del ritmo de incrementos salariales, en aumentos relativamente elevados de los costes laborales unitarios. Inicialmente, esta evolución pudo responder, en parte, al deseo de los empresarios de no ajustar sus plantillas en tanto no se disipara la incertidumbre económica y política prevaleciente, dados los costes derivados de desprenderse de mano de obra conocedora de las características del puesto de trabajo. Sin embargo, cabe pensar que, entre otros factores, las rigideces que persisten en los mercados de trabajo europeos han desempeñado un papel relevante, tal como se describe en el recuadro III.4.

Las perspectivas de evolución de la actividad en los próximos meses son relativamente favorables, a la vista del creciente dinamismo del comercio mundial, el mantenimiento de condiciones financieras propicias y la ausencia de desequilibrios macroeconómicos y financieros significativos en el sector privado. En este sentido, las principales economías europeas han experimentado en el primer trimestre de 2004 un crecimiento notable, superior al previsto. No obstante, dentro de este panorama positivo para la expansión de la economía subsisten algunos elementos de riesgo. En particular, la posibilidad de que el empleo responda escasamen-



FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

te al fortalecimiento de la actividad —tal y como ha ocurrido en la fase baja del ciclo— y las posibles repercusiones de los problemas estructurales de la economía del área sobre la confianza de los agentes son elementos que arrojan algunas sombras sobre el comportamiento futuro del gasto de las familias. Asimismo, es posible que la inversión productiva se encuentre todavía algo lastrada por los niveles relativamente elevados de deuda empresarial. Finalmente, en el ámbito exterior resultan relevantes los riesgos derivados de la persistencia de importantes desequilibrios globales y sus posibles implicaciones sobre la evolución de los mercados cambiarios y financieros y de la incierta trayectoria futura de los precios del petróleo y del resto de materias primas.

1.2 PRECIOS Y COSTES

En 2003, la evolución de la inflación de la UEM se caracterizó por una notable inercia, pues, aunque se moderaron algo las tasas de crecimiento de los principales indicadores de precios y costes, la disminución observada fue modesta si se tiene en cuenta la debilidad de la demanda y la fuerte apreciación del euro a lo largo del año. Entre las causas de esta rigidez a la baja mostrada por la inflación se encuentra el impacto de diversas perturbaciones de carácter transitorio, como los aumentos en los precios de los alimentos —relacionados con las temperaturas inusualmente altas registradas en verano en algunos países de la UEM—, las subidas de algunos impuestos indirectos y precios administrados y, finalmente, los incrementos en el precio del petróleo. Pero también existen otros factores de carácter más persistente, como la inercia en el crecimiento salarial que viene observándose en los últimos años, que pueden haber influido en la respuesta limitada de los precios de la zona del euro al escaso dinamismo de la actividad económica.

El crecimiento del deflactor de la demanda final se redujo en tres décimas en el año 2003. Por su parte, los precios de las importaciones volvieron a registrar, al igual que en el año precedente, una caída —que, no obstante, fue muy moderada si se tiene en cuenta la fuerte apreciación del euro en 2003—. Asimismo, la tasa de crecimiento del deflactor del PIB también experimentó un recorte respecto al dato de 2002, como consecuencia de la moderación del crecimiento de los impuestos indirectos netos unitarios (que, aunque elevado, fue menor que el observado en 2002) y, sobre todo, de la disminución del ritmo de avance del excedente bruto de explotación por unidad de producto.

Como se ha señalado, la rigidez a la baja mostrada por la inflación de la UEM se explica, en parte, por el comportamiento de los costes laborales. Así, la remuneración por ocupado apenas respondió a la desaceleración cíclica, mostrando una tasa de crecimiento del 2,4%, que

El adecuado funcionamiento de la Unión Monetaria exige una cierta similitud de las pautas cíclicas de las economías que la integran, de modo que no se produzcan desajustes excesivos entre la política monetaria común y las necesidades de cada país participante. Evidentemente, cuanto mayor sea el número y la heterogeneidad de las economías integrantes de la UEM, la aparición de divergencias macroeconómicas persistentes adquirirá una relevancia superior. Por ello tiene sentido analizar el grado de sincronía cíclica entre las economías de la UEM y compararlo con el observado entre los países que se han integrado en mayo de este año y que en el futuro pueden formar parte de la zona del euro.

Una medida de sincronía cíclica que resulta útil es la correlación del índice de producción industrial entre las diferentes economías, al ser esta una variable coincidente con el ciclo económico y estar disponible para un conjunto amplio de países. No obstante, las correlaciones simples entre los niveles de las series pueden dar lugar a resultados espurios si estas no son estacionarias. Por otra parte, la correlación de las tasas de crecimiento no permite captar la relación entre retardos y adelantos de las series que resultan relevantes para determinar el grado de sincronía. Para solventar estos problemas pueden utilizarse tres medidas alternativas con las cuales se han calculado las correlaciones cíclicas entre países¹. La primera utiliza la correlación de los errores de predicción de un modelo VAR, la segunda hace uso de la descomposición espectral de las series y la tercera emplea una metodología similar a la desarrollada por el NBER para determinar los picos y valles de los ciclos económicos. A pesar de las diferencias entre las tres metodologías, todas dan una visión similar del grado de sincronía cíclica entre los países.

El cuadro 1 muestra las correlaciones medias entre los países del área del euro entre sí, con los países de la ampliación y, como referencia, con Estados Unidos, utilizando la media de las tres medidas de correlación antes señaladas. A pesar de que aparentemente las correlaciones observadas no son muy pronunciadas, todas ellas son económicamente significativas, dado que se extraen a partir de las tasas mensuales de crecimiento de series muy volátiles. Se puede

1. Véase *Are European Business Cycles Close Enough to be just One?*, Documento de Trabajo de próxima aparición, de Camacho, Pérez-Quirós y Sáiz.

ver que la correlación media entre los países de la zona del euro (0,35) es más elevada que la que existe entre los países de la ampliación (0,23) y mayor que la correlación entre los países de la UEM y los de la ampliación (0,16). Por su parte, Estados Unidos presenta un grado de sincronía media con los países del área del euro (0,28) mayor que el que presentan los países de la ampliación.

Es importante señalar que la elevada correlación entre los países del área del euro existía antes de la integración monetaria. Así, la correlación media entre los países del área del euro entre 1965 y 1989 es similar a la del período 1990-2003. De este modo, cabe pensar que el funcionamiento de la Unión Monetaria se ha visto facilitado por la presencia de vínculos cíclicos entre los países de la UEM que, todavía, no parecen evidentes entre estos y los países de la ampliación.

Un sencillo análisis de regresión muestra que las correlaciones entre los países europeos disminuyen con un conjunto de variables que expresan la heterogeneidad de los elementos estructurales de las economías. Así, resultan significativas las diferencias entre la proporción de la agricultura y de la industria sobre el total del PIB, la tasa de ahorro, la productividad del trabajo y la proporción del sector público sobre PIB. Por el contrario, la intensidad de los flujos comerciales contribuye de manera significativa a reducir la distancia cíclica entre las economías. Sin embargo, parece que la convergencia nominal en la última década no ha sido acompañada de un incremento en la coincidencia cíclica. Es posible que este incremento pueda producirse en un futuro, cuando la mayor integración comercial que conlleva la unión monetaria se perciba con claridad.

En este contexto, cabe preguntarse por la situación de la economía española en su integración cíclica. El cuadro 2 ilustra esta posición. España presenta mayor integración con las economías de la zona del euro que el grado de asociación medio del grupo, y una distancia con las economías de la ampliación (y con Estados Unidos) similar al resto de países de la UEM. En cuanto a su evolución temporal, como en el caso del resto de países de esta zona, esta no ha sufrido grandes cambios con el establecimiento de la Unión Monetaria, ni en cuanto al grado de sincronía media con el resto de los países del área ni en cuanto a la distancia con Estados Unidos.

1. CORRELACIONES MEDIAS DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL ENTRE GRUPOS DE PAÍSES. 1990-2003

	PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO	PAÍSES DE LA AMPLIACIÓN	EEUU
Países del área del euro	0,35	0,16	0,28
Países de la ampliación	0,16	0,23	0,11

2. CORRELACIONES MEDIAS DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL ENTRE ESPAÑA Y ALGUNOS GRUPOS DE PAÍSES

	PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO	PAÍSES DE LA AMPLIACIÓN	EEUU
Muestra 1990-2003	0,46	0,17	0,39
Muestra 1965-1989	0,54	—	0,42

FUENTE: Banco de España.

es solo ligeramente inferior a la observada en años anteriores. Este hecho, junto con el escaso avance de la productividad del trabajo, hizo que el incremento de los costes laborales unitarios (CLU) se situara en torno al 2%. Como consecuencia de la estabilización del crecimiento de los CLU y de la desaceleración del deflactor del producto, se produjo un estrechamiento de los márgenes empresariales, que ha podido ser más intenso en el caso de las empresas exportadoras, que, a tenor de la información disponible, parecen haber hecho frente a la pérdida de competitividad derivada de la apreciación cambiaria evitando repercutir totalmente el impacto de ese fenómeno sobre los precios de sus productos.

El crecimiento medio anual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de la UEM en 2003 fue del 2,1%, solo 2 décimas menos que en 2002. Como puede observarse en el gráfico III.3, los precios de los alimentos elaborados y de la energía fueron los componentes que mostraron un mayor aumento. En particular, el repunte de principios de año vino dado por las altas tasas de crecimiento interanual de los precios de la energía, como consecuencia del pronunciado aumento del precio del petróleo en el período previo al inicio de la guerra en Irak. Además, la elevación de algunos impuestos indirectos —en especial, sobre el tabaco— llevada a cabo en varios países de la UEM provocó la aceleración de los precios de los alimentos elaborados en la última parte del año.

Respecto al resto de componentes, destaca especialmente la evolución de los precios de los bienes industriales no energéticos, cuyo ritmo de crecimiento se redujo casi a la mitad, hasta el 0,8%, lo que, en gran medida, podría haber sido consecuencia de la apreciación del euro. Asimismo, la inflación en el sector servicios se redujo de forma notable en la primera mitad del año, situándose la media anual en el 2,5%, seis décimas menos que en 2002. Como resultado, la inflación subyacente, medida por la tasa de variación del IPSEBENE —indicador que excluye los precios de los bienes energéticos y los alimentos no elaborados—, se redujo en 0,5 pp, alcanzando en media anual el 2%, nivel alrededor del cual se mantuvo, con ligeras oscilaciones, en todo el año 2003, lo que ilustra la escasa respuesta cíclica que han tenido los precios en la UEM.

La dispersión de las tasas de inflación —medida en términos del IAPC— de los distintos países que integran la zona del euro ha experimentado un ligero descenso en 2003, aunque sigue mostrando una notable persistencia. Así, los diferenciales entre las tasas nacionales y la media del área mostraron el pasado año el mismo signo que en 2002 en todos los países, con la excepción de Francia y Luxemburgo, cuyos precios pasaron a crecer más que en el conjunto de la UEM. Además, estos dos países fueron, junto con Italia, los únicos en donde se registró un repunte de la inflación. La interacción entre divergencias cíclicas y rigideces de precios y salarios, las actuaciones de las autoridades en relación con los impuestos indirectos y los precios regulados y las diferencias en el nivel de exposición a las perturbaciones procedentes del exterior (por movimientos del tipo de cambio o del precio del petróleo) son algunos de los factores que podrían explicar la persistencia de los diferenciales de inflación dentro de la UEM.

En el primer trimestre de 2004 se ha observado una reducción de la inflación, que se debe, fundamentalmente, al paulatino retorno de los precios de los alimentos a tasas de crecimiento más moderadas y, sobre todo, a las caídas registradas, en términos interanuales, por los precios de los bienes energéticos. La evolución de este último componente obedece, principalmente, a un efecto de base, dados los elevados ritmos de expansión que mostró a comienzos de 2003. Cabe decir, sin embargo, que el año 2004 ha empezado también con pronunciadas alzas del precio del petróleo, hasta alcanzar niveles relativamente elevados, que podrían tener un carácter persistente. Esta trayectoria se explica por el recorte de producción

En la prolongada etapa de desaceleración económica que ha afectado a los países miembros de la UEM en los últimos años, el empleo ha tenido un comportamiento diferencial con anteriores fases de debilidad de la actividad, pues ha mostrado una notable resistencia al ajuste a pesar de la ralentización del ritmo de crecimiento del área. Mientras que a principios de los noventa empezó a destruirse empleo —en el conjunto de los países que forman la UEM— cuando el PIB todavía crecía a tasas superiores al 2,5%, en el período más reciente, el empleo no ha llegado a disminuir, pese a venir registrándose tasas de expansión del PIB inferiores al 1% desde finales de 2001. Como se observa en el primer gráfico, aunque en 2002 y 2003 el crecimiento del PIB fue inferior al observado en el período 1992-1994, en este el empleo cayó, en promedio, casi un 1% al año, mientras que en los dos últimos años el empleo ha crecido ligeramente. Asimismo, la tasa de paro correspondiente a la UEM se incrementó entre 1992 y 1994 en 3 puntos porcentuales, y solo 7 décimas en el período más reciente (desde su nivel más bajo, en 2001, hasta 2003).

Ante esta menor respuesta del empleo a la ralentización de la actividad, que se ha traducido en una significativa desaceleración de la

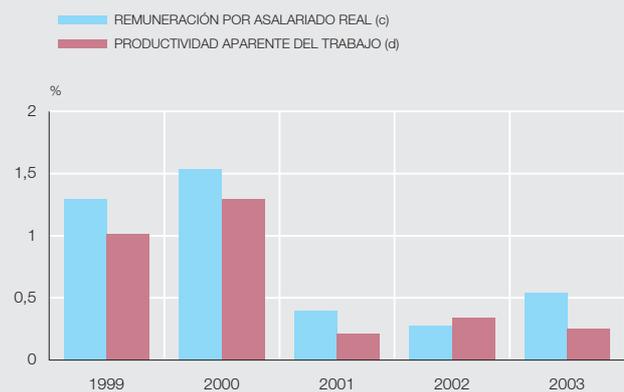
productividad del trabajo, podría haberse esperado un ajuste a la baja de los salarios, que hubiera moderado el impacto negativo del menor crecimiento de la productividad sobre los costes laborales. Como se observa en el segundo gráfico, la caída en el ritmo de avance de la productividad del trabajo que se produjo a partir de 2001 vino, en efecto, acompañada de un ajuste de similar magnitud de la tasa de crecimiento de los salarios reales, si bien desde 1999 esta ha tendido a aumentar más que el incremento de la productividad, lo que se ha traducido en un deterioro de los márgenes empresariales en dicho período. El escaso impacto de la desaceleración económica en el empleo ha podido deberse, por tanto, más a que las empresas han comprimido sus márgenes que a un significativo ajuste salarial a la baja.

Por otra parte, es probable que este comportamiento del empleo obedezca, al menos en parte, a la rigidez que todavía presentan los mercados laborales europeos, sobre todo en términos del nivel de protección del empleo. Esto permite justificar que los empresarios hayan intentado introducir flexibilidad en el empleo por otros mecanismos, que se han visto favorecidos por las reformas más recientes

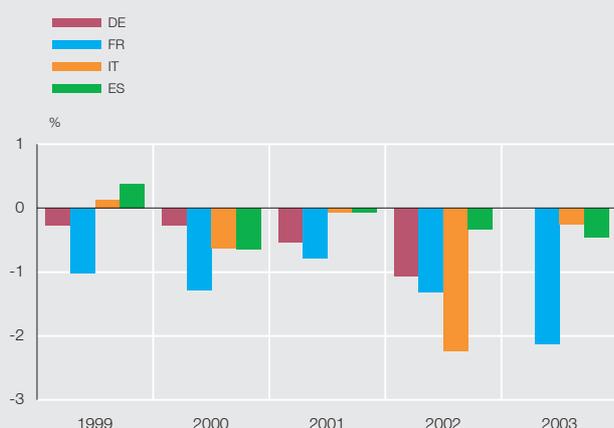
1. EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL PIB (a)



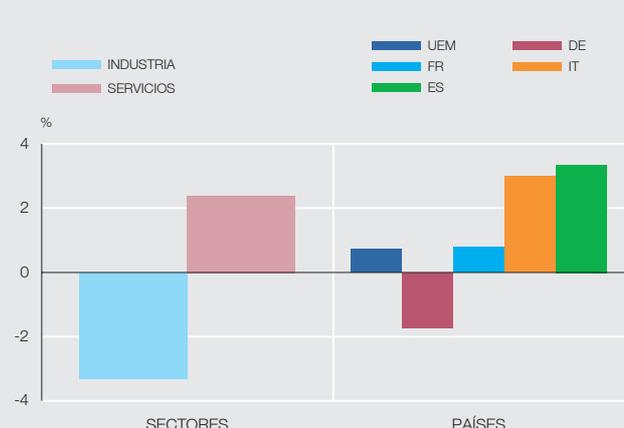
2. COSTES LABORALES (b)



3. HORAS TRABAJADAS (e)



4. EVOLUCIÓN DEL EMPLEO POR SECTORES Y PAÍSES (f)



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

- a. Tasas de crecimiento medio anual en cada período.
- b. Tasas de variación interanual.
- c. En términos del deflactor del VAB. Dato de 2003, hasta el tercer trimestre.
- d. PIB por trabajador.
- e. Por trabajador y semana.
- f. Tasa de variación acumulada en el período 2002-2003.

llevadas a cabo en algunos países de la UEM. Una primera vía ha podido ser la sustitución de empleo a tiempo completo por empleo a tiempo parcial. Así, la ratio de parcialidad de la UEM viene mostrando una tendencia suavemente creciente desde 1998, que parece haberse acentuado desde finales de 2001. Asimismo, la evolución del empleo total oculta el comportamiento dispar del empleo indefinido —que ha mantenido tasas de crecimiento próximas al 1%— y el temporal, a través del cual se ha podido llevar a cabo parte del ajuste, dadas las caídas que ha registrado desde 2001. Finalmente, algunas empresas parecen haber optado por mantener sus plantillas a cambio de reducir el número medio de horas trabajadas por ocupado (véase el tercer gráfico).

No obstante, la evolución del empleo de la UEM por sectores muestra que la mencionada rigidez del mercado de trabajo europeo no ha evitado una disminución significativa del número de empleados en el sector industrial, más afectado por la desaceleración económica. Por

el contrario, el sector servicios ha resistido mejor el período de bajo crecimiento y ha seguido creando puestos de trabajo en los últimos años, aunque a un ritmo decreciente. La resistencia del empleo a la desaceleración en la UEM es el resultado, además, de una evolución muy dispar por países, entre los que destaca el caso de Alemania, donde el estancamiento de la actividad sí ha venido acompañado de un proceso de significativa destrucción de empleo.

Los indicadores de opiniones empresariales sobre la evolución futura del empleo muestran una trayectoria relativamente alentadora en los últimos meses. No obstante, dados el estrechamiento de los márgenes que se ha producido durante la fase de desaceleración económica —consecuencia del escaso ajuste en el número de ocupados— y el retraso con que el empleo suele reaccionar a la evolución de la actividad, no puede descartarse que la generación de nuevos puestos de trabajo en la incipiente fase de recuperación sea particularmente lenta.

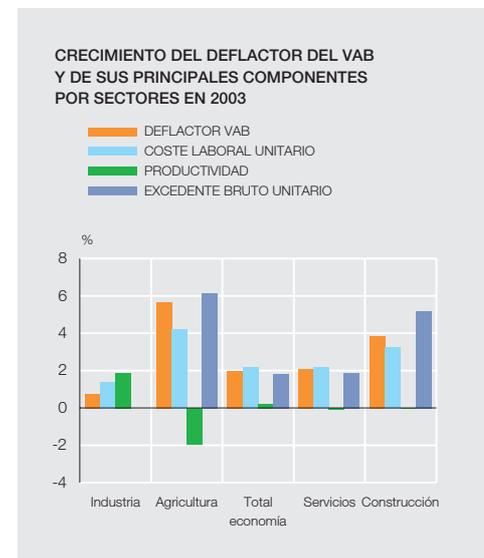
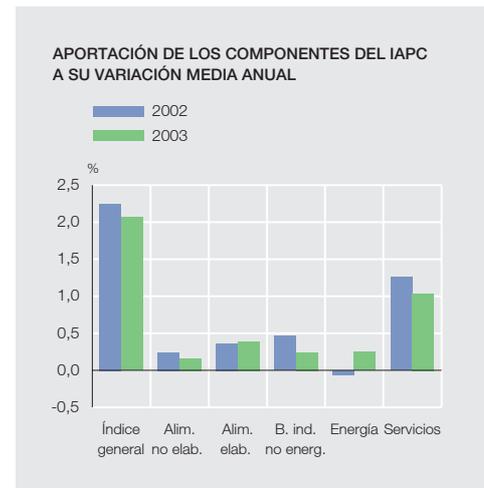
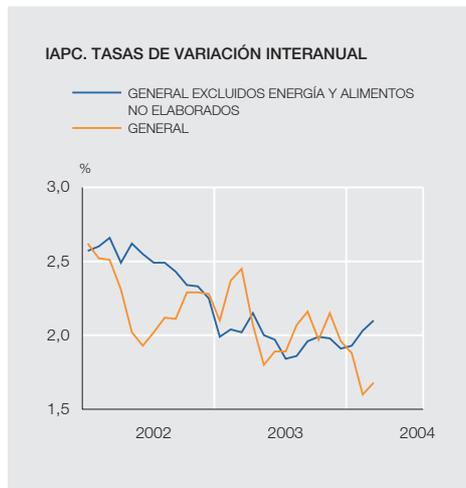
decretado por la OPEP a partir del 1 de abril, las tensiones políticas en Venezuela y Oriente Medio, el bajo nivel de existencias en Estados Unidos y la fortaleza de la demanda mundial. Por otra parte, todo parece indicar que la traslación de la apreciación del euro ha sido solo parcial en el caso de los precios de importación, y muy limitada en el de los precios de consumo y de producción, por lo que no puede descartarse que el tipo de cambio siga contribuyendo a moderar las presiones inflacionistas. En sentido contrario operan los incrementos de los impuestos indirectos y de los precios regulados en algunos países del área, como, por ejemplo, los derivados de la reforma de la financiación de la sanidad en Alemania —que ya han originado una aceleración de los precios de los servicios en estos primeros meses del año.

2 Las políticas fiscales y estructurales en el área del euro

2.1 LA POLÍTICA FISCAL

En el pasado ejercicio, las finanzas públicas en la zona del euro volvieron a deteriorarse por tercer año consecutivo. El déficit presupuestario del conjunto de la UEM aumentó cuatro décimas, hasta situarse en el 2,7% del PIB (véase el primer cuerpo del gráfico III.4). Esta evolución fue el resultado de una elevación de 0,6 puntos porcentuales del peso del gasto público en el PIB, hasta el 49,1%, compensado solo parcialmente por un ligero incremento de la participación en el producto de los ingresos públicos, que se situó en el 46,4% del PIB. Este aumento del déficit público del área fue consecuencia, sobre todo, de la atonía de la actividad, ya que, en términos ajustados por el efecto del ciclo económico, el saldo primario apenas varió, según las estimaciones de la Comisión Europea, lo que indica que la orientación de la política fiscal fue neutral en el conjunto de la UEM. La combinación de bajo crecimiento económico y aumento de las necesidades de financiación se tradujo en un alza de la ratio de deuda pública sobre el PIB de 1,2 puntos porcentuales, hasta situarse en el 70,4%, con lo que se interrumpió la tendencia decreciente observada entre 1997 y 2002.

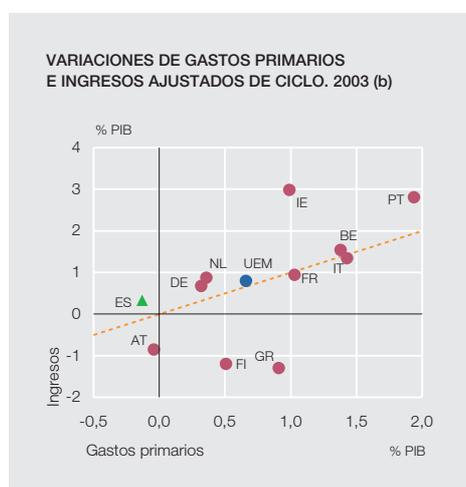
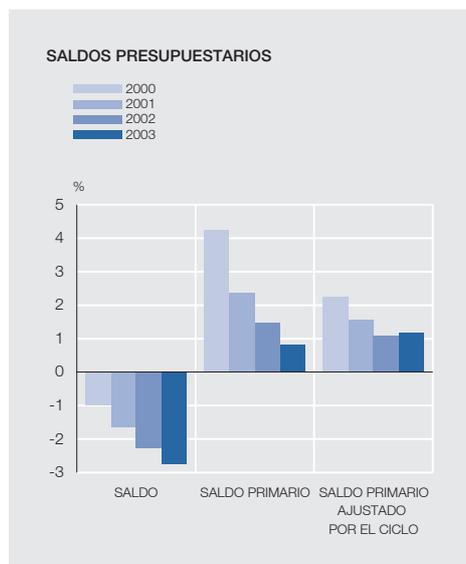
Los saldos de las Administraciones Públicas empeoraron en todos los Estados miembros en relación con el ejercicio precedente, a excepción de Bélgica, España e Irlanda, que fueron además los únicos países que experimentaron un pequeño superávit. En 2003, los mayores déficit se registraron en Alemania, Francia, los Países Bajos y —según datos provisionales— Grecia, que alcanzaron o superaron el límite del 3% del PIB recogido en el Tratado de la Unión Europea. En Alemania y Francia, el déficit público aumentó notablemente, hasta situarse en el 4,1% y 3,9% del PIB, respectivamente. En los Países Bajos, donde las cuentas públicas po-



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 deflactor del PIB.

seen una sensibilidad más elevada a la posición cíclica que en otros Estados miembros, el Gobierno tuvo que poner en marcha medidas de consolidación en un contexto de fuerte desaceleración económica, sin que ello lograra evitar que el déficit rebasara el 3% del PIB. Por otro lado, en Italia y Portugal, la obtención de déficit inferiores a esa cota solo fue posible gracias a los ingresos extraordinarios procedentes de operaciones específicas, como, por ejemplo, amnistías fiscales, ventas de activos no financieros o transferencias de capital relacionadas con el traspaso a las Administraciones Públicas de compromisos de pensiones de empresas con participación del Estado. El impacto de estas operaciones sobre el saldo presupuestario de 2003 supuso, en su conjunto, en torno a un 2% del PIB en cada uno de los dos países. Finalmente, entre los siete Estados miembros que en 2002 se encontraban con una posición fiscal estructural alejada del equilibrio, solamente en Irlanda, los Países Bajos y Portugal el saldo presupuestario ajustado del ciclo mejoró en una magnitud igual o superior al 0,5% del PIB, en línea con las recomendaciones de las Orientaciones Generales de Política Económica 2003-2005.



FUENTES: Comisión Europea (previsiones de primavera) y Programas de Estabilidad.

- a. No se consideran los ingresos por venta de licencias de telefonía móvil de tercera generación (UMTS).
- b. Los países situados por encima/debajo de la línea han mejorado/empeorado su saldo presupuestario primario ajustado de ciclo.

En los últimos años, algunos países han instrumentado reducciones de los impuestos directos y, por esta vía, han contribuido a mejorar los incentivos para una asignación eficiente de los recursos en la economía. Además, estas reformas no han supuesto, en general, un deterioro significativo de la posición presupuestaria subyacente, en la medida en que han sido financiadas con aumentos de la imposición indirecta. De hecho, en 2003 tuvo lugar un incremento simultáneo de los componentes ajustados del ciclo de los ingresos y gastos en proporción del PIB (véase el tercer cuerpo del gráfico III.4). No obstante, existe evidencia que sugiere que los efectos de las rebajas impositivas sobre la evolución económica habrían sido más favorables si se hubiera instrumentado una reducción paralela del gasto público.

En el contexto descrito de debilidad de la actividad, la aplicación de las disposiciones del marco de disciplina fiscal del área resultó compleja y, en algunos casos, problemática e, incluso, decepcionante. En particular, cuando en enero y junio de 2003 se detectó que los déficit públicos de Alemania y Francia habían rebasado en 2002 el límite del 3% del PIB, se iniciaron sendos Procedimientos de Déficit Excesivo. Siguiendo las disposiciones del Pacto de Estabi-

lidad y Crecimiento (PEC), el Consejo ECOFIN exigió la puesta en marcha de medidas efectivas, en un plazo máximo de cuatro meses a partir de esas fechas, con el fin de que la situación se corrigiera en 2004. Sin embargo, las previsiones de otoño elaboradas por la Comisión Europea revelaron que las medidas adoptadas por ambos países no resultaban suficientes para que el déficit excesivo desapareciera en el presente ejercicio, por lo que la Comisión recomendó al Consejo que decidiera, de acuerdo con el artículo 104.8 y 104.9 del Tratado, que la acción llevada a cabo era, en efecto, insuficiente y que exigiera nuevas medidas de ajuste, aunque consideró que la corrección podía retrasarse hasta 2005. Por su parte, estos dos países demandaron una interpretación flexible del PEC, que reconociera que el deterioro de las finanzas públicas respondía a una situación cíclica desfavorable imprevista y que la adopción de medidas correctoras adicionales podía dañar al débil crecimiento económico. Finalmente, el Consejo ECOFIN, en su reunión del 25 de noviembre, decidió rechazar las recomendaciones de la Comisión y dejar en suspenso el procedimiento abierto. Además, el Consejo aprobó unas Conclusiones según las cuales la fecha para corregir el déficit excesivo en estos países se retrasaba hasta 2005, al tiempo que se les pedía un ajuste fiscal, en términos del saldo ajustado de ciclo, más exigente que el 0,5% del PIB. Aunque el contenido de estas Conclusiones del Consejo no difería sustancialmente de la propuesta que la Comisión había elaborado a tenor del artículo 104.9, la vía empleada por el Consejo era ajena a las disposiciones del Tratado, lo que suscitó dudas acerca de sus implicaciones legales. Con el fin de clarificar la naturaleza de ese acuerdo del ECOFIN, la Comisión anunció en enero de 2004 un recurso ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

Estos desarrollos institucionales, junto con la deficiente gestión de la política fiscal en algunos países en la fase de expansión de la actividad —lo que ha motivado la necesidad de introducir medidas correctoras durante la etapa baja del ciclo—, han generado un debate intenso sobre el marco de disciplina fiscal vigente en la UEM. La propia Comisión Europea ha considerado que existen vías de perfeccionamiento de los mecanismos vigentes y ha anunciado la presentación de propuestas al respecto. En todo caso, con independencia de las reformas que eventualmente puedan acordarse, resulta especialmente importante para mantener la credibilidad del marco institucional de disciplina presupuestaria que los países cumplan los compromisos adquiridos, especialmente aquellos que se encuentran en una situación de déficit excesivo, y se respeten los procedimientos de vigilancia multilateral establecidos.

Las actualizaciones de los programas de estabilidad presentadas entre finales de 2003 y comienzos de 2004 apuntan hacia un ligero cambio de tendencia en las cuentas públicas del conjunto del área. Según se desprende de estos documentos, el déficit de la zona del euro se reducirá ligeramente en 2004 (hasta el 2,4% del PIB) y de forma más intensa en 2005 (hasta el 1,7% del PIB), con un tono moderadamente restrictivo de la política fiscal. No obstante, en algunos Estados miembros no se habrá alcanzado aún en el año 2006 una situación estructural próxima al equilibrio presupuestario. Además, el riesgo de mantenimiento o aparición de un déficit excesivo no es despreciable en algunos casos. De hecho, en abril de 2004, la Comisión Europea decidió iniciar el Procedimiento de Déficit Excesivo respecto a Holanda y el Reino Unido, tras evidenciarse que sus desequilibrios presupuestarios se habían situado por encima del 3% del PIB en 2003. Asimismo, la Comisión propuso que se realizara una advertencia temprana a Italia, instrumento que alerta de la posibilidad de que el saldo presupuestario se deteriore por encima de los límites admitidos y recomienda la adopción urgente de medidas correctoras. Finalmente, la mejora de los saldos públicos descansa en algunos programas sobre una hipotética aceleración sustancial de la actividad económica que podría no materializarse y sobre la puesta en marcha de medidas de consolidación fiscal que no se especifican suficientemente. En este sentido, resulta relevante destacar que, aunque en 2003 se pusieron en marcha reformas de los sistemas de pensiones y de sanidad en algunos países,

la presión que el envejecimiento de la población va a ejercer sobre el gasto público será significativa. Por esta razón, resulta imprescindible avanzar de forma más decidida en la reducción de las ratios de deuda y en la reforma de los sistemas públicos de pensiones.

Las dificultades experimentadas por la economía del área del euro para lograr una expansión de la actividad en los últimos tres años, a pesar de las favorables condiciones financieras, refuerzan la necesidad de perseverar en la introducción de reformas que eleven su crecimiento potencial. Esta necesidad fue reconocida y formalizada en las cumbres europeas de Lisboa y Barcelona, en las que se fijaron unos objetivos concretos para los años 2005 y 2010 que permitieran medir los progresos alcanzados (véase el recuadro I.1).

La elevación del crecimiento potencial y del PIB por habitante del área requiere un aumento tanto de la utilización del factor trabajo como de su productividad. Por lo que se refiere al incremento del uso del factor trabajo, las tasas de empleo total y femenino han aumentado entre 1999 y 2002, en 1,8 y 2,7 puntos porcentuales, respectivamente, hasta situarse en el 64,3% y 55,6% (véase cuadro III.2). No obstante, especialmente en el primer caso, parece difícil que los objetivos intermedios para el año 2005 (67% y 57%, respectivamente) puedan ser alcanzados, a pesar de que en el año 2003 tuvieron lugar algunos avances en este ámbito. Las medidas adoptadas tendieron a orientarse en mayor grado a las reformas de los sistemas impositivos, sin que se acometieran modificaciones de los sistemas de prestaciones sociales, que son, posiblemente, los que más están contribuyendo a desincentivar la búsqueda activa de un empleo entre el colectivo de parados. Una importante excepción a este respecto la constituye el caso de Alemania, donde el año pasado se aprobó una reforma, que ha entrado en vigor recientemente, que equipara el subsidio de paro para los desempleados de larga duración con la ayuda social. Además, los parados pertenecientes a este colectivo en aquel país deberán aceptar puestos de trabajo remunerados por debajo del nivel establecido en los correspondientes convenios. Por último, la nueva regulación considera obligatorio, a efectos de los derechos de recibir prestación, la aceptación de puestos de trabajo incluso por debajo del nivel de cualificación profesional del desempleado, salvo que el salario sea inferior al establecido en convenio o, en ausencia de este, al salario medio regional. Algunos de estos aspectos ya fueron objeto de reforma en 2002 en el sistema español de prestaciones sociales.

La contribución de la productividad del trabajo a la expansión del producto de la UEM ha registrado una evolución aún menos positiva en años recientes, ya que su tasa de crecimiento ha tendido a desacelerarse de forma significativa desde comienzos de los años noventa. El fortalecimiento de las tasas de crecimiento de la productividad por empleado exige el fomento de la inversión (sobre todo, en los ámbitos de la investigación y desarrollo –I+D– y del capital humano) y el aumento de la productividad total de los factores, cuyo avance responde a una asignación más eficiente de los recursos disponibles y al progreso tecnológico, en particular, a través de la difusión del uso de las tecnologías de la comunicación y la información.

Así, existe evidencia de que, en comparación con Estados Unidos, la adopción de las nuevas tecnologías está siendo demasiado lenta en algunas áreas de la economía de la zona del euro, que incluyen, en particular, el comercio mayorista y minorista y los servicios financieros. Además, el componente privado de la inversión redujo su peso en el PIB del área durante la reciente fase de bajo crecimiento, en tanto que su componente público ha permanecido estancado en el 2,5% del PIB desde 1998. Dada esta evolución, el Consejo Europeo aprobó, en diciembre de 2003, la Iniciativa Europea para el Crecimiento, cuyo objetivo es impulsar la inversión en infraestructuras y en I+D y capital humano —áreas identificadas como prioritarias en la estrategia de Lisboa— en el conjunto de la UE. Por el lado de las infraestructuras, la

	1999	2000	2001	2002	2003
MERCADO DE TRABAJO					
Tasa de empleo (de 15 a 64 años)	62,5	63,4	64,1	64,3	
<i>Femenino</i>	52,9	54,1	55,0	55,6	
<i>Masculino</i>	72,0	72,8	73,1	72,8	
Tasa de empleo (de 55 a 64 años)	37,1	37,8	38,8	40,1	
<i>Femenino</i>	27,1	28,0	29,1	30,5	
<i>Masculino</i>	47,5	48,0	48,9	50,1	
Tasa de paro	8,7	7,8	7,4	7,7	8,0
<i>Femenino</i>	10,2	9,2	8,6	8,7	8,9
<i>Masculino</i>	7,5	6,7	6,5	6,9	7,3
Tasa de paro de larga duración	4,0	3,5	3,1	3,0	
Impuestos directos y cotizaciones sociales sobre los salarios más bajos	39,1	38,6	37,7	37,8	
SOCIEDAD DEL CONOCIMIENTO					
I+D (% de PIB)	1,9	2,0	2,0	2,0	
Porcentaje de hogares con acceso a Internet		18,3	36,1	38,9	45,1
Porcentaje de empresas con acceso a Internet			70,3	79,7	84,2
Patentes presentadas por millón de habitantes	210,4	232,7	241,2		
Gasto en tecnología de información y comunicaciones en % del PIB		6,5	6,4	6,1	6,2
<i>En tecnología de información</i>		3,3	3,2	3,0	3,0
<i>En comunicaciones</i>		3,2	3,2	3,1	3,2
Inversión en capital riesgo (% del PIB)	0,1	0,2	0,1	0,1	
Gasto público en educación (a)	5,0	4,9	5,2		
Formación continua (% población de 25-64)	8,2	8,5	8,4	8,5	9,7
INTEGRACIÓN ECONÓMICA Y COMPETENCIA					
Precios sectoriales					
Precio de telecomunicaciones (euros/10 minutos)					
Llamadas locales	0,40	0,39	0,40	0,39	0,39
Llamadas nacionales	1,67	1,32	1,13	1,02	1,00
Llamadas a EEUU	3,48	3,09	2,63	2,22	2,13
Precios de electricidad (euros/KWh)					
Usuarios industriales	0,064	0,063	0,064	0,062	0,065
Hogares	0,105	0,103	0,103	0,103	0,103
Precios del gas (euros/gigajulio)					
Usuarios industriales	3,49	4,22	6,12	5,75	5,56
Hogares	6,81	7,24	8,49	8,42	8,37
Comercio exterior en % del PIB (b)					
Comercio intracomunitario	16,2	17,8	17,5	17,0	16,5
Comercio extracomunitario	9,6	11,5	11,4	10,8	10,6

FUENTE: Comisión Europea.

a. Corresponde a la media de los doce países para los que se dispone de información de 2001.

b. Media de la suma de exportaciones e importaciones.

iniciativa otorga una gran importancia a las redes transeuropeas de transporte, de energía y de telecomunicaciones. En particular, se ha establecido el llamado Programa de Puesta en Práctica Inmediata, que identifica una serie de proyectos de carácter prioritario que, por su grado de madurez, están en condiciones de iniciarse en un plazo muy breve. Los proyectos se centran principalmente en los tramos transfronterizos que aseguran la interconexión entre las redes de los Estados miembros, lo que, por una parte, elimina problemas de congestión locales y, por otra parte, contribuye a crear grandes ejes que vertebran la integración del continente europeo. En el campo de la inversión en I+D, la iniciativa pretende contribuir al cumplimiento del objetivo de la Agenda de Lisboa de elevar el gasto en este capítulo desde el 2% del PIB actual hasta el 3% en 2010, tratando de impulsar, además, que las dos terceras partes de

este esfuerzo inversor corran a cargo de la iniciativa privada. Entre otras políticas, se pretende potenciar las carreras profesionales de los investigadores europeos, así como facilitar la contratación de investigadores altamente cualificados provenientes de terceros países. Finalmente, en el ámbito educativo, el reto principal no reside tanto en el aumento de los recursos públicos destinados a estos fines, como en conseguir que sean asignados de forma más eficiente, identificando las áreas susceptibles de generar mayores rendimientos.

Por otra parte, el entorno regulatorio existente es crucial para crear condiciones más favorables para el crecimiento económico. En este sentido, el avance en la consecución plena de un verdadero mercado interior integrado en la UE es, hoy por hoy, insatisfactorio. Por una parte, el ritmo de avance del proceso de integración de los mercados de bienes parece haberse desacelerado, como señala, por ejemplo, el bajo nivel de las inversiones transfronterizas. Esta pérdida de impulso se manifiesta, sobre todo, en la persistencia de obstáculos a la libre circulación de bienes. Asimismo, la consecución de un mercado interior de servicios se ha visto entorpecida por las restricciones a su prestación transfronteriza y al establecimiento en otros países, en ausencia de un marco legal que los regule, lo que limita la competitividad en un conjunto de actividades que supone más de dos tercios del producto de la UE. La lenta consolidación del mercado único se debe también a una insuficiente voluntad política para impulsar instrumentos legislativos tales como los relativos al reconocimiento de títulos, la patente comunitaria o la definición de una base consolidada común para el impuesto de sociedades, y se refleja en la disminución en el último año de la tasa de trasposición de directivas relativas al propio mercado único.

También hay margen para aumentar la eficacia de las políticas de la competencia. Así, en las industrias de redes, la apertura de mercados dista todavía de ser plena, como atestiguan las elevadas cuotas de mercado de las empresas dominantes en sectores tales como las telecomunicaciones, el gas o la electricidad. Debe destacarse, no obstante, la reducción en el nivel medio de las ayudas estatales y el acuerdo político para la regulación de las fusiones, que está aún pendiente de aplicación en los Estados miembros.

Una de las áreas que requiere un impulso más decidido es la de los servicios financieros, donde todavía no se ha logrado un grado satisfactorio de integración, tanto en la vertiente bancaria como en la de los mercados de capitales. De hecho, todavía tienen un alcance limitado tanto la prestación transfronteriza de servicios como los procesos de fusiones y adquisiciones transnacionales. No obstante, en 2003 continuó avanzándose en el desarrollo del Plan de Acción de Servicios Financieros, cuyo objetivo es alcanzar en 2005 una integración plena de los mercados financieros mayoristas en la UE, la apertura de los mercados financieros minoristas y la aplicación de normas prudenciales y reglas de supervisión eficientes. Por el momento, los avances desde el punto de vista legislativo han sido considerables, puesto que se han aprobado la mayor parte de las medidas inicialmente programadas. De este modo, lo más relevante a partir de ahora, además de completar los proyectos pendientes, es asegurar una aplicación rigurosa de la regulación acordada, para lo cual, el seguimiento de diversos indicadores puede ser muy útil como medida de la integración efectiva de los mercados financieros europeos. En 2003 se creó el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (nivel 3), que está encargado de garantizar la convergencia de las prácticas supervisoras en la UE, además de asesorar a los órganos regulatorios. El establecimiento formal del Comité Bancario Europeo (nivel 2) —que estará encargado de la preparación de la legislación relevante— es inminente, después de que el Consejo y el Parlamento Europeo hayan acordado una Directiva que culmina la nueva estructura de Comités en el ámbito de los servicios financieros.

Por otra parte, en 2003 se aprobaron nuevas iniciativas legislativas en el terreno del gobierno económico de las empresas, con el fin de reforzar los controles internos y externos sobre la

gestión económica y financiera de las compañías privadas. La reciente crisis de Parmalat, junto con las de otras empresas en Estados Unidos en los últimos años, ha mostrado claramente la necesidad de avanzar de forma decidida en ese campo. En este sentido, cobra importancia el impulso a la aplicación de los estándares internacionales de contabilidad, así como la vigilancia de las operaciones que las compañías canalizan a través de paraísos fiscales, donde los controles financieros y fiscales son mucho más laxos. Asimismo, la Comisión Europea ha realizado diversas propuestas para reforzar el papel y la responsabilidad de las empresas auditoras y de las agencias de calificación de riesgos.

En línea con la potenciación del impulso reformador, en el Consejo Europeo de marzo de 2004 se ha subrayado la idoneidad del momento actual de recuperación económica para acometer las reformas necesarias, así como la necesidad de un seguimiento atento de su ejecución, mediante la valoración multilateral de los progresos de los países en el cumplimiento de los objetivos y el intercambio de información acerca de las mejores prácticas.

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

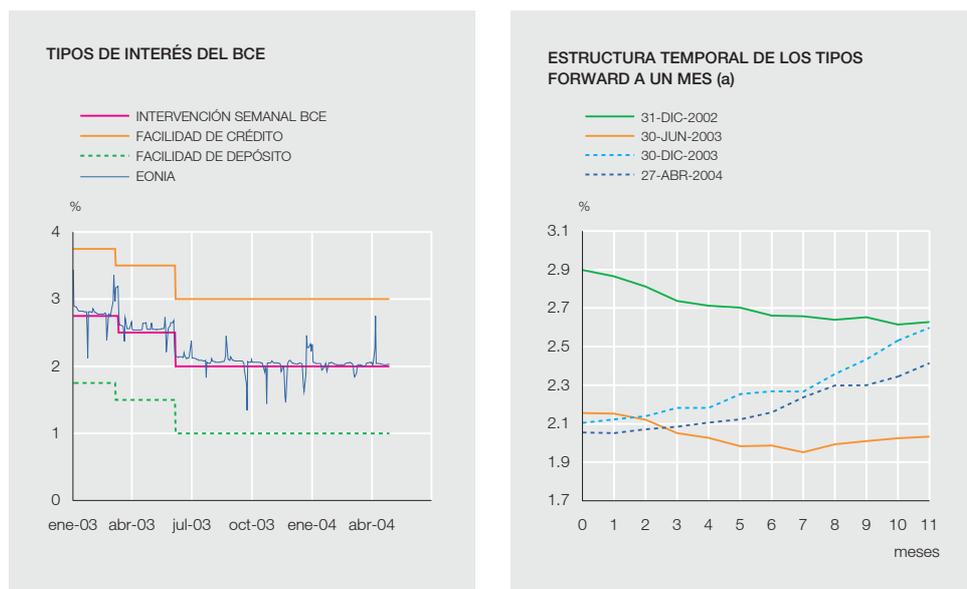
3.1 LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

A lo largo del año 2003, la resistencia a la baja de las tasas de inflación, junto con la debilidad de la actividad —que solo comenzó a cobrar un mayor dinamismo a partir de los meses de verano—, guió las actuaciones de las autoridades monetarias del área. En este entorno complejo, acentuado por las oscilaciones del tipo de cambio del euro, la orientación, por parte del BCE, de sus decisiones de política monetaria al logro de su objetivo prioritario de mantenimiento de la estabilidad de precios fue compatible con la fijación de unas condiciones monetarias propicias para la recuperación de la actividad económica.

Al comienzo de 2003, los sucesivos indicadores publicados fueron revelando una evolución desfavorable de la actividad económica en comparación con las expectativas prevaletentes en el tramo final del ejercicio anterior, sobre todo como consecuencia de las tensiones geopolíticas, lo que se tradujo en un sustancial descenso de las cotizaciones bursátiles y en un notable empeoramiento de la confianza de los agentes del área del euro. Así, aunque seguía considerándose, como escenario más probable, un retorno a tasas de crecimiento más elevadas en el curso del año, fue asentándose un clima generalizado de incertidumbre, que ensombrecía las perspectivas de evolución de la actividad en el primer semestre.

Al mismo tiempo, en la vertiente de los precios, aunque las tensiones en el mercado del petróleo dificultaban el descenso de las tasas de inflación en el corto plazo, las perspectivas de evolución a medio plazo se veían favorecidas por el impacto del estancamiento de la actividad sobre los mecanismos de formación de precios y salarios y por la perspectiva de que la apreciación cambiaria se filtrara progresivamente a los precios de las importaciones y, en último término, a los de los bienes de consumo. Esta valoración de las tendencias inflacionistas del área condujo al Consejo de Gobierno del BCE a decidir, en su reunión del 6 de marzo de 2003, rebajar en 25 puntos básicos el tipo de interés mínimo aplicable a sus operaciones principales de financiación, hasta situarlo en el 2,50% (gráfico III.5). Además, esta relajación del tono de la política monetaria debía contribuir al sostenimiento de la confianza de los agentes en un contexto de riesgos a la baja para el crecimiento.

Tras el inicio del conflicto bélico en Irak aumentaron las incertidumbres, dadas las dificultades para valorar en qué medida la guerra afectaría a la economía mundial y a la evolución de la actividad y los precios del área. En este contexto, el Consejo de Gobierno anunció que, en caso necesario, proveería la suficiente liquidez para asegurar el correcto funcionamiento de los mercados financieros. Sin embargo, la disminución de las tensiones geopolíticas a partir del mes de abril permitió también despejar las incertidumbres sobre la evolución de la econo-



FUENTES: BCE y Banco de España.

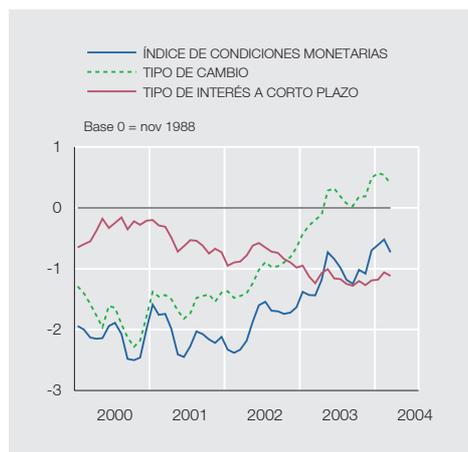
a. Estimados con datos del Euribor.

mía mundial, lo que, en el área del euro, se tradujo en la recuperación de los mercados bursátiles y de la confianza de los agentes. No obstante, los datos acerca de la evolución de la actividad económica aparecidos durante la primavera confirmaban que el crecimiento seguía siendo débil. Además, en esos meses, el descenso de la cotización del barril de petróleo contribuía a mejorar las perspectivas sobre la evolución de los precios. En este entorno, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, el día 5 de junio, reducir sus tipos de interés oficiales en medio punto porcentual, lo que situó el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en el 2%.

En la segunda mitad del año, el BCE mantuvo inalterada la orientación de la política monetaria, a la vista de que las perspectivas inflacionistas a medio plazo eran compatibles con la definición de estabilidad de precios, si bien durante todo el semestre, la tasa de crecimiento del IAPC se mantuvo algo por encima del 2%, aunque esto fue debido, sobre todo, a factores transitorios. De hecho, fueron afianzándose las expectativas sobre un descenso de las presiones inflacionistas, asociado al impacto de la apreciación cambiaria sobre los precios de importación y, en el ámbito de los costes internos, a la ralentización esperada del crecimiento de los costes laborales unitarios, como consecuencia de una cierta desaceleración de los crecimientos salariales y de aumentos de la productividad. Además, en el proceso de toma de decisiones de política monetaria se valoró que los tipos de interés vigentes —cuyos niveles eran muy reducidos en comparación histórica— proporcionaban un apoyo adecuado a la recuperación gradual del producto, como probaba la expansión de los agregados crediticios. En este contexto de moderado crecimiento económico, no se consideró que la fuerte expansión de la liquidez pusiera en riesgo las favorables perspectivas de comportamiento de los precios en el medio plazo.

3.2 LA EVOLUCIÓN FINANCIERA EN LA ZONA DEL EURO

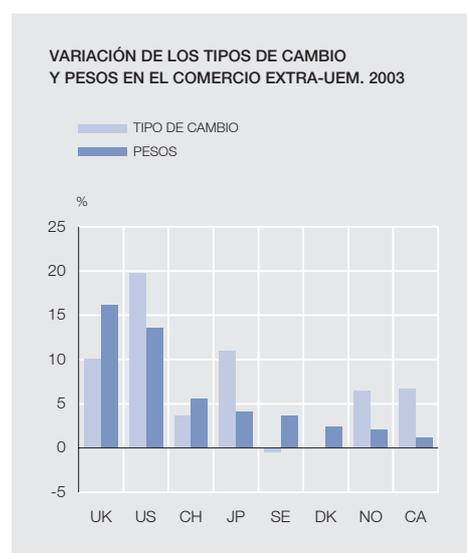
La evolución de las condiciones financieras en el área del euro a lo largo de 2003 mostró dos períodos diferenciados, cuya separación en el tiempo puede hacerse coincidir con el comienzo del conflicto de Irak. Así, en los primeros meses del año, la debilidad de la actividad económica y el elevado grado de incertidumbre prevaleciente provocaron descensos en los mercados bursátiles y repuntes de los diferenciales de tipos de interés de la renta fija empre-



FUENTE: Banco de España.

a. Los incrementos en el índice indican contracción, y los descensos, expansión. El índice de condiciones monetarias es igual a la suma de las contribuciones.

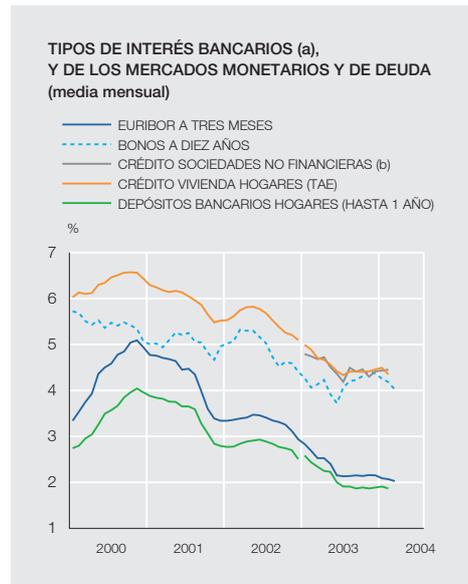
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DEL EURO Y COMERCIO EXTERIOR DE LA UEM POR PAÍSES



FUENTES: BCE, Comisión Europea y Banco de España.

arial, que vinieron acompañados de un notable aumento de la volatilidad. Sin embargo, la aminoración de las tensiones geopolíticas a comienzos de abril trajo consigo una mejoría de las perspectivas económicas y marcó un punto de inflexión en la evolución de los mercados financieros.

Esta mejora de las condiciones financieras fue parcialmente contrarrestada por la notable apreciación del tipo de cambio del euro, que, en términos efectivos nominales, alcanzó el 10% en el conjunto del año (véase gráfico III.6). La revalorización del euro fue especialmente pronunciada frente al dólar (un 21%), lo que pudo estar relacionado con la intensificación de los desequilibrios fiscal y comercial de la economía estadounidense, si bien el euro también se apreció frente a otras monedas, como la libra esterlina y el yen (véase gráfico III.7). No obstante, en los primeros meses de 2004, la moneda europea se ha depreciado frente al dólar, corrigiendo parcialmente la apreciación acumulada durante el año anterior.



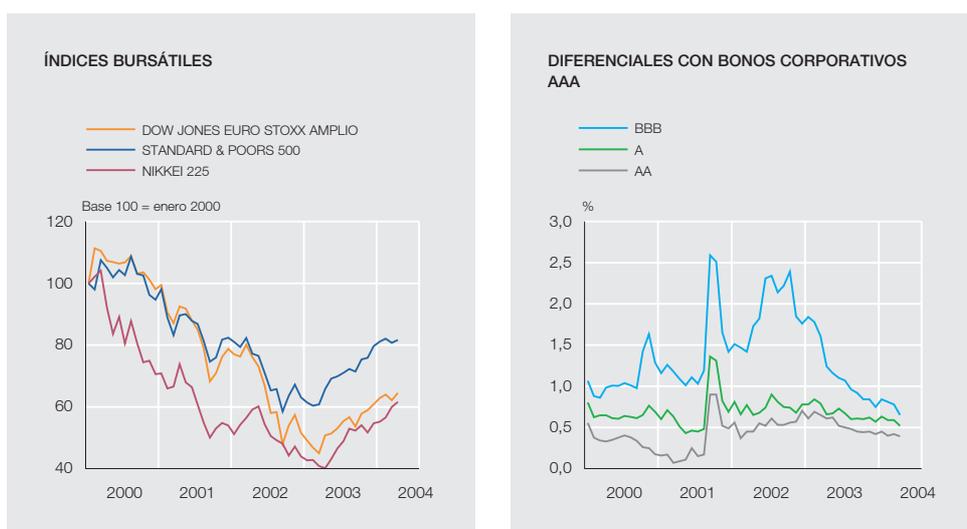
FUENTES: BCE y Banco de España.

- a. Datos obtenidos de las nuevas estadísticas de tipos de interés elaboradas por el BCE, correspondientes a nuevas operaciones.
b. Se representan los tipos de interés de los préstamos a más de cinco años.

En consonancia con la persistente ausencia de señales de recuperación de la actividad, los tipos de interés de los mercados monetarios experimentaron, a lo largo del primer semestre del año, descensos graduales de magnitud análoga en todos los plazos, por lo que la curva de rendimientos mantuvo, a lo largo de este período, la pendiente ligeramente negativa con que iniciara el ejercicio. La progresiva mejoría posterior de las perspectivas cíclicas favoreció, en la segunda mitad del año, un repunte en los plazos medios y largos, ante la asignación, por parte del mercado, de una probabilidad creciente de subidas de los tipos oficiales a horizontes relativamente próximos (véase gráfico III.5). Sin embargo, estas expectativas tendieron a difuminarse a partir del mes de diciembre, en paralelo a la intensificación del proceso de fortalecimiento del euro.

Esta evolución, que ha coincidido con la observada en Estados Unidos, estuvo ligada a las expectativas de bajo crecimiento e inflación, en un entorno económico y político incierto, que favorecía la preferencia de los agentes por activos relativamente seguros. A partir del verano, las rentabilidades a diez años de los países del área comenzaron a repuntar, como consecuencia de la mejoría observada en las perspectivas sobre la evolución de la actividad, hasta alcanzar el 4,5% en noviembre (véase gráfico III.8). Desde entonces, se han producido diversas oscilaciones, aunque en mayo de 2004 las rentabilidades a diez años han vuelto a situarse en niveles similares.

El estrecho paralelismo que han mostrado los mercados internacionales de deuda pública ha hecho que los tipos de interés a largo plazo en Europa se hayan visto indirectamente afectados por las vicisitudes de la economía estadounidense, en particular, por la percepción de un cierto riesgo de deflación en aquel país en la primera mitad del año, por la intención declarada de la Reserva Federal de EEUU de intervenir en los mercados de deuda si se agotaba el margen de la política monetaria convencional y por la fuerte demanda de títulos públicos norteamericanos por parte de las autoridades de algunos países asiáticos, que mantienen regímenes cambiarios estrechamente vinculados al dólar y que han experimentado una persistente presión apreciatoria.



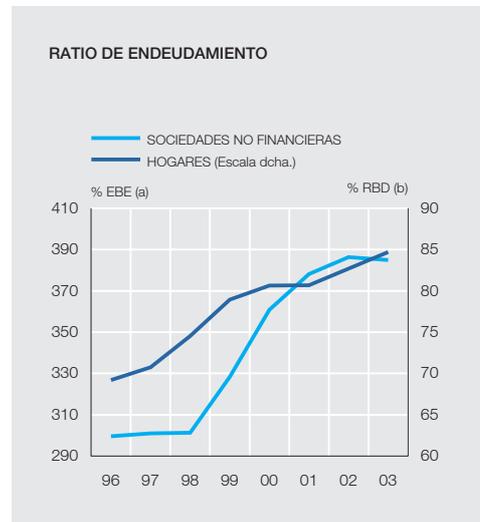
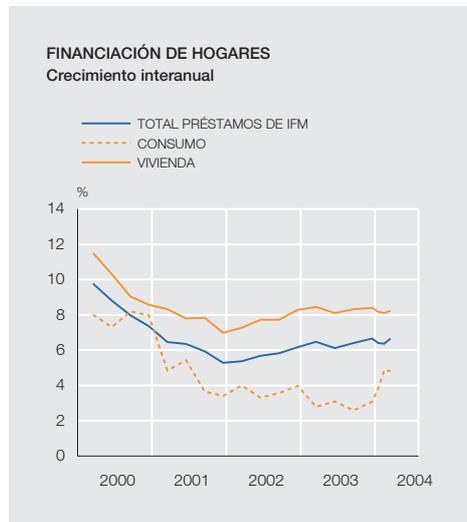
FUENTES: BCE y Banco de España.

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

Los mercados de renta variable son quizás los que de una forma más nítida reflejaron el cambio del entorno financiero que se produjo a lo largo de 2003. Así, hasta mediados de marzo se prolongó la caída de las cotizaciones iniciada a comienzos del año 2000 (gráfico III.9). Estos descensos, que discurrieron en paralelo a la reducción de rentabilidades en los mercados de deuda, condujeron, en un clima de elevada volatilidad, a que algunos índices bursátiles europeos alcanzaran niveles desconocidos desde 1996. A partir del inicio de la guerra de Irak se inició un proceso de rápida recuperación de las cotizaciones, que, en términos del índice EURO STOXX amplio, se tradujo en una revalorización significativa, si bien a finales de año, el índice todavía se encontraba un 40% por debajo del nivel de comienzos de 2000. La evolución de las bolsas europeas a lo largo de 2003 fue similar a la de otros mercados mundiales, lo que indica que fueron fundamentalmente factores de naturaleza global los que determinaron ese comportamiento.

La mejoría del clima económico global en la segunda parte del año tuvo su reflejo también en los mercados de la renta fija privada, donde los diferenciales entre las rentabilidades de los bonos corporativos y las de la deuda pública disminuyeron de forma muy significativa, especialmente en el segmento de mayor riesgo. Además, la reducción de la incertidumbre favoreció una reactivación de las emisiones de valores de renta fija privada, que crecieron un 11% en tasa interanual en el promedio del año, frente al incremento del 7% en el año 2002.

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las operaciones con sus clientes alcanzaron en el verano de 2003 sus niveles mínimos de los últimos años (gráfico III.8). Este hecho, junto con la persistencia de grandes dosis de cautela en las decisiones de composición de carteras, explica que el sector privado mantuviera también en 2003 un elevado grado de preferencia por los activos líquidos, como lo pone de manifiesto la evolución de los agregados monetarios M1 y M3 (véase gráfico III.10). En particular, M3 registró tasas de expansión muy altas durante casi todo el año, si bien su ritmo de avance empezó a moderarse algo a partir del verano, al iniciarse un progresivo desplazamiento desde cesiones temporales e instrumentos negociables hacia activos financieros alternativos a más largo plazo no incluidos en el agregado.



FUENTES: BCE y Banco de España.

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

La financiación otorgada por las IFM al sector privado residente mostró un perfil de recuperación progresiva a lo largo del año, hasta alcanzar tasas de crecimiento próximas al 6% en el último trimestre. Esta evolución resultó coherente con el creciente dinamismo de la actividad económica y con la tendencia gradual hacia la estabilización en las condiciones de acceso al crédito, como revela la Encuesta de Préstamos Bancarios, que proporciona información al Eurosistema, con carácter trimestral, sobre las condiciones aplicadas a la concesión de créditos por una muestra representativa de las entidades bancarias del área.

La desagregación sectorial del crédito pone de manifiesto que la financiación concedida a las familias y, en particular, los préstamos bancarios para adquisición de vivienda constituyeron el componente más dinámico. El reducido nivel de los tipos hipotecarios contribuyó, junto con otros factores, a que amplios segmentos de la población pudieran acceder al mercado de la vivienda, lo que ha propiciado un intenso crecimiento del precio de este activo en algunos países. Asimismo, el aumento del valor del colateral ha favorecido la concesión de los préstamos por parte de las entidades. Como consecuencia, el endeudamiento de las familias siguió aumentando, hasta situarse en el 85% de su renta bruta disponible. La financiación concedida

a las empresas no financieras creció a ritmos relativamente reducidos (algo inferiores al 3,5%), lo que contribuyó a que su ratio de endeudamiento se estabilizara en el nivel del año anterior.

La evolución del crédito por países fue coherente, en la mayor parte de los casos, con esta pauta de moderada recuperación en el conjunto del área, si bien persistieron comportamientos muy diferenciados en cuanto a la intensidad de sus ritmos de avance. El mayor dinamismo se concentró, de nuevo, en aquellos Estados miembros en los que la inversión en activos inmobiliarios ha mantenido una mayor pujanza. Por otro lado, el crecimiento del crédito se moderó significativamente en Portugal, donde los agentes han tenido que ajustar a la baja en un contexto recesivo sus elevados niveles de endeudamiento previos. Asimismo, el crédito mantuvo una notable atonía en Alemania, como consecuencia de condicionantes tanto de demanda —dada la debilidad de la actividad— como, posiblemente, de oferta, lo que hizo que el ritmo de expansión del crédito en este país (1,4%) fuera el más reducido de toda la UEM.

IV LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1 Las políticas económicas

1.1 LAS CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS

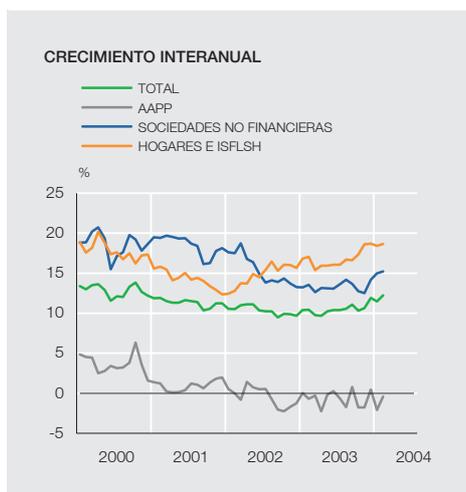
Durante 2003 las condiciones de financiación en España mostraron un grado considerable de holgura, mayor que en la UEM e, incluso, superior al observado durante el año precedente. En este contexto, las sociedades y, en especial, los hogares recurrieron a un aumento de su endeudamiento para sustentar sus decisiones de gasto e inversión. Como se ha destacado en el capítulo anterior, los tipos de interés del mercado monetario del área del euro continuaron con la senda descendente iniciada en 2002, asociada a las expectativas de bajadas del tipo de intervención del BCE —que terminaron produciéndose en marzo y junio, por un total de 75 puntos básicos—. Los tipos de interés bancarios de los créditos y los depósitos mostraron esa misma trayectoria, si bien los descensos no fueron homogéneos y tuvieron una mayor intensidad en el caso de los créditos a sociedades y a la vivienda, que acumularon reducciones superiores a los 80 puntos básicos. En los primeros meses de 2004, los costes de la financiación bancaria se han mantenido en torno a los niveles alcanzados a finales de 2003.

Las rentabilidades de la deuda pública española a largo plazo mostraron una trayectoria descendente hasta mediados de año, que situó a los tipos de interés negociados de estos títulos en registros mínimos históricos. Posteriormente, experimentaron un movimiento en la dirección contraria, en una situación de mejoría de las perspectivas económicas en la zona del euro y en otras áreas. De este modo, la rentabilidad a diez años cerró el año en el 4,3%, un nivel nueve puntos básicos inferior al del final del ejercicio anterior. Esta evolución fue similar en el resto de los mercados de renta fija de la UEM, por lo que el diferencial con el bono alemán de referencia se mantuvo en unos niveles prácticamente nulos. Por su parte, el impacto del descenso de los tipos de interés de la deuda pública sobre el coste de la financiación con valores de renta fija de las sociedades no financieras se ha visto ampliado por la reducción de los diferenciales crediticios corporativos.

La influencia de la evolución de los tipos de interés sobre los indicadores habituales de condiciones monetarias y financieras en 2003 se vio reforzada por la recuperación de los precios de las acciones negociadas en los mercados bursátiles nacionales e internacionales, en un contexto de mejoría de las perspectivas macroeconómicas globales y de beneficios de las empresas cotizadas. De este modo, los principales índices cerraron el ejercicio con revalorizaciones, después de tres años de descensos. La ganancia del Índice General de la Bolsa de Madrid (27,4%) fue similar a la registrada por el S&P 500 de las bolsas americanas y superior a la del EURO STOXX amplio de la UEM. Esta evolución vino acompañada, además, de una menor volatilidad de los precios, asociada a la reducción de la incertidumbre. La trayectoria ascendente de las cotizaciones bursátiles continuó hasta principios de marzo de 2004, cuando los ataques terroristas del 11 de marzo en Madrid generaron descensos de los precios y un aumento de la volatilidad, que, sin embargo, remitieron en los días posteriores. Por otra parte, durante 2003 la reducción de la tasa de inflación y la apreciación del tipo de cambio del euro operaron en la dirección de endurecer las condiciones monetarias y financieras.

En 2003 la riqueza de los hogares mantuvo la trayectoria creciente de los últimos años, apoyada en la recuperación de las cotizaciones bursátiles y en la continuación del ascenso del precio de la vivienda, que, según los datos del Ministerio de Fomento, creció un 17% en 2003, cifra medio punto porcentual superior al registro del año anterior.

En este entorno, el sector privado no financiero realizó un mayor recurso a la financiación ajena. No obstante, el crecimiento de los fondos obtenidos tuvo un comportamiento desigual



FUENTE: Banco de España.

por sectores y finalidad (véase gráfico IV.1). Así, la deuda asumida por los hogares elevó su ritmo de avance en aproximadamente 3 puntos porcentuales (pp), hasta el 19%, como resultado de la aceleración del crédito para la adquisición de vivienda —cuya tasa interanual alcanzó, a finales de año, el 21%— y de la moderación en el avance del destinado a otros fines. Por su parte, la financiación captada por las sociedades no financieras continuó creciendo a un ritmo en el entorno del 14%, similar, por tanto, al del año anterior. El aumento de los pasivos de las empresas estuvo, además, muy concentrado en determinadas actividades, como las inmobiliarias. Por el contrario, las sociedades de mayor tamaño redujeron su endeudamiento. Esta evolución expansiva de la financiación al sector privado no financiero determinó un nuevo aumento de los ratios de endeudamiento de hogares y sociedades, aunque la carga financiera de familias y empresas se mantuvo en niveles moderados, debido a la evolución descendente de los tipos de interés.

En definitiva, la posición patrimonial del sector privado no financiero no fue un obstáculo para el dinamismo de la inversión y el consumo en 2003. Tampoco lo será en el futuro inmediato, aunque es previsible que la influencia de variables como los tipos de interés o los precios de los activos financieros y de la vivienda haya tendido a aumentar, alimentada, en el caso de los tipos de interés, por el reducido nivel de estos y por la mayor importancia relativa de los préstamos a tipo variable.

1.2 LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS INTERNAS

El diseño de la política fiscal en el año 2003 estuvo marcado por la entrada en vigor de las Leyes de Estabilidad Presupuestaria¹ y por los compromisos derivados del Pacto de Estabilidad y de Crecimiento. Bajo estas premisas, la política fiscal se orientó al logro del equilibrio presupuestario, partiendo de un déficit estimado para el conjunto de las AAPP del 0,2% del PIB en el año 2002 y de un escenario macroeconómico de recuperación de la actividad, con un crecimiento previsto del PIB del 3% en 2003. Se preveía que la mejora en las finanzas públicas se consiguiera mediante la eliminación del déficit de las Administraciones Territoriales (de 0,4% de PIB en 2002) y un pequeño recorte en las necesidades de financiación de la Administración Central; en cambio, se esperaba un modesto deterioro en el superávit de la Seguridad Social. Las proyecciones fiscales del Programa de Estabilidad para el período

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.

2002–2006 —que se presentaron en diciembre de 2002— prolongaban esta estrategia de consolidación fiscal en el medio plazo, anticipando el logro de un superávit presupuestario al final del horizonte de proyección y descensos sostenidos en la ratio de deuda pública en relación con el PIB, hasta quedar situada en el 46,9% en 2006.

Como se ha señalado, la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado para el año 2003 estuvo sujeta a las directrices establecidas en las Leyes de Estabilidad Presupuestaria, lo que, además de fijar como objetivo el equilibrio presupuestario para el conjunto de las Administraciones Públicas y para cada uno de sus agentes², supuso el establecimiento de un límite de gasto no financiero para el Estado y, dentro de este, de un fondo de contingencia, equivalente al 2% del mismo, con el que podrían atenderse necesidades no previstas de gasto de carácter no discrecional. La cuantía de este fondo (2.290 millones de euros) tuvo un carácter limitativo del gasto en 2003, como refleja la comparación de su importe con el de las modificaciones de crédito de los años precedentes, e introdujo un elemento de disciplina adicional en la ejecución presupuestaria.

Los Presupuestos de 2003 incorporaban en las previsiones de ingresos los efectos recaudatorios de la reforma del IRPF³, que entró en vigor ese año, con un coste estimado del 0,4% del PIB en 2003 y del 0,1% adicional en 2004, y del nuevo sistema de financiación de las Haciendas Locales, que en su primera fase de aplicación suponía la exención del impuesto sobre actividades económicas a todas las personas físicas y a las PYMES con una facturación inferior a 1 millón de euros, con un coste estimado en torno al 0,1% del PIB. La congelación de los impuestos especiales tendió igualmente a reducir la recaudación estimada en los Presupuestos de 2003. Por el lado del gasto, la actuación más significativa, también de corte expansivo, se produjo a raíz de la firma del Acuerdo Administración-Sindicatos, como resultado de la cual se aliviaron las restricciones relativas a la tasa de reposición del personal al servicio de las Administraciones Públicas, en vigor desde 1996, y se introdujeron un nuevo concepto retributivo, vinculado a la productividad, y una mejora en las pagas extraordinarias. Por último, los Presupuestos Generales del Estado de 2003 establecían un aumento de las inversiones públicas del 7,8%, por encima del crecimiento previsto del PIB nominal. Además, se preveía un incremento importante de la inversión en infraestructuras a través de las empresas públicas estatales (21%), de forma que el crecimiento previsto de la inversión del sector público estatal, en su conjunto, era del 12,9%.

Teniendo en cuenta el efecto de estas medidas y las previsiones de recuperación del crecimiento del PIB incorporadas en los Presupuestos, el objetivo de equilibrio presupuestario establecido para 2003 suponía dotar inicialmente a la política fiscal de una orientación moderadamente expansiva —reflejada en los indicadores habituales de impulso fiscal—, frente al tono ligeramente restrictivo de los años anteriores. No obstante, el cumplimiento de los compromisos del Pacto de Estabilidad y de Crecimiento, que exigen el logro de posiciones fiscales próximas al equilibrio o con superávit en el medio plazo, quedaba asegurado. Se detectaban, por otra parte, algunos riesgos a la baja sobre estas previsiones, derivados de la posibilidad de que el crecimiento efectivo fuera inferior al previsto y de que el impacto recaudatorio de la reforma del IRPF fuera superior al estimado. También existían ciertas dudas acerca de la instrumentación práctica de la Ley de Estabilidad Presupuestaria, en particular sobre los mecanismos que permitirían reducir los déficits en las CCAA. Todo ello determinaba la posibilidad de que apareciera un modesto déficit en las cuentas de las AAPP.

2. Administraciones Centrales (Administración Central y Seguridad Social), Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales. 3. Ley 46/ 2002, de 18 de diciembre, de reforma parcial del impuesto sobre la renta de las personas físicas.

Como se detalla en el epígrafe IV.7 de este capítulo, el resultado de las finanzas públicas en 2003 fue mejor que el previsto en los Presupuestos, obteniéndose un superávit para el conjunto de las AAPP del 0,3% del PIB. Los riesgos vinculados a un escenario de menor crecimiento o de un mayor impacto sobre la recaudación de la reforma del IRPF no se materializaron, aunque sí se produjo un cierto desbordamiento en los saldos de las Comunidades Autónomas y de las Corporaciones Locales, que experimentaron un déficit del 0,3% del PIB. En términos de los habituales indicadores de impulso fiscal, este continuó siendo, a la postre, ligeramente restrictivo. Por último, la ratio de deuda se situó en el 50,8% del PIB.

En el transcurso de 2003 se dieron algunos pasos en el ámbito de los sistemas de pensiones, dirigidos, principalmente, al fomento de los sistemas privados de capitalización mediante el establecimiento de nuevos beneficios fiscales o la ampliación de los ya existentes. En este sentido hay que destacar las medidas incorporadas en el nuevo IRPF —aumento de los límites de las aportaciones individuales y de las reducciones fiscales, y creación de los planes de pensiones asegurados⁴—, y la constitución de un fondo de pensiones para los funcionarios⁵. Por su parte, a lo largo del año se hicieron nuevas dotaciones al fondo de reserva de la Seguridad Social, superiores a las presupuestadas inicialmente, lo que situó el importe de dicho Fondo al finalizar el año por encima del objetivo del 1% del PIB estipulado para el año 2004. Por último, los compromisos que surgieron de la renovación del Pacto de Toledo, en octubre de 2003, se limitaron a actualizar las recomendaciones ya en vigor y a constatar la necesidad de introducir medidas que permitan aliviar los problemas de sostenibilidad financiera de la Seguridad Social en el medio plazo, sin que se abordara la introducción de reformas concretas en los parámetros del sistema de pensiones.

Después de la aprobación, a finales de 2002, de las medidas de reforma del sistema de prestaciones por desempleo, por la Ley 45/2002, en 2003 las políticas de empleo se dirigieron a mantener los incentivos ya existentes al empleo estable, a través de bonificaciones a las cuotas de la Seguridad Social vinculadas al contrato de fomento o a las conversiones de contratos temporales en indefinidos. Adicionalmente, se establecieron nuevas medidas para favorecer la participación femenina en las edades de riesgo de abandono del mercado laboral por el cuidado de los hijos, que se materializaron en la introducción de una deducción especial en la cuota del nuevo IRPF y en la extensión de las bonificaciones a las cuotas de la Seguridad Social de los contratos firmados tras la maternidad. La política de fomento de la participación en el mercado de trabajo se extendió a otros colectivos —jóvenes y mayores, fundamentalmente— mediante ciertas reformas en los sistemas de protección social de los trabajadores por cuenta propia o autónomos⁶. Por último, al concluir el año se aprobó la Ley de Empleo⁷, con la que se trata de mejorar la coordinación de las políticas de empleo entre la Administración Central y las CCAA, y de aumentar la eficiencia en el funcionamiento de los servicios de empleo y en la aplicación de las políticas activas.

El mercado de la vivienda fue también objeto de atención en 2003, con actuaciones que se dirigieron, de una parte, a promover el mercado de viviendas en alquiler y, de otra, a reducir los costes de las operaciones hipotecarias y a estabilizar el esfuerzo de las familias en la compra de viviendas. Para alcanzar el primer objetivo, el nuevo IRPF introdujo ventajas fiscales para los arrendadores de viviendas; además, dentro del conjunto de medidas de reforma económica del Real Decreto-Ley 2/2003, aprobado en abril, se propuso una reducción del

4. Nuevo instrumento de previsión social, de carácter voluntario, y exento del impuesto sobre primas de seguros. 5. Este fondo de pensiones se dotó, por primera vez, en los Presupuestos Generales del Estado para 2004. Las sucesivas Leyes de Presupuestos determinarán la cuantía de masa salarial destinada al citado Fondo. 6. Real Decreto-Ley 2/2003, de 25 de abril, de medidas de reforma económica. 7. Ley 56/2003, de 16 de diciembre, de empleo.

impuesto de sociedades en los casos de sociedades creadas para la explotación de viviendas en alquiler, bajo determinadas condiciones. Este mismo Real Decreto-Ley modificó ciertos aspectos de la Ley sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios, con el fin de reducir los gastos asociados a posibles variaciones en las condiciones pactadas, y, en particular, en relación con la conversión a préstamos de tipo fijo y con la ampliación del período de amortización de los préstamos.

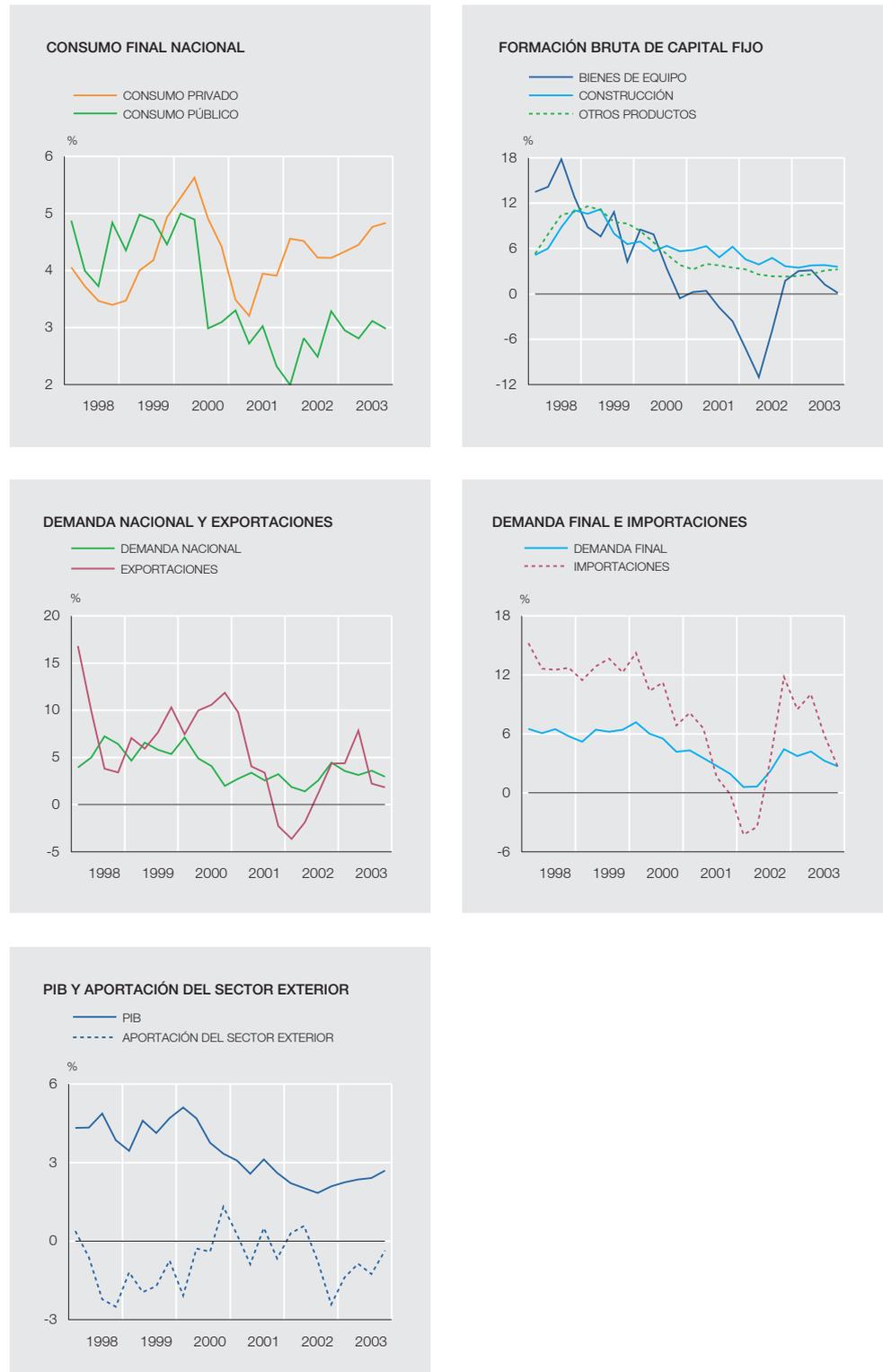
Por último, el conjunto de medidas de reforma económica aprobado en abril también afectó al fomento de la inversión, a la política científica y tecnológica, y a la difusión de las nuevas tecnologías de la comunicación y la información, mediante la introducción de un coeficiente de amortización acelerada en el impuesto de sociedades, en el primer caso, y de nuevas deducciones, en este mismo impuesto, para el gasto en I+D+i y en nuevas tecnologías.

2 La demanda

Como se desprende del análisis anterior, en 2003 el tono de las políticas económicas continuó siendo favorable al crecimiento y, en este contexto, el gasto interno de la economía española intensificó su ritmo de avance durante el año, registrando un crecimiento del 3,3%, en términos reales, frente al 2,6% de 2002. A esta recuperación contribuyeron tanto el consumo privado como la inversión en bienes de equipo, que alcanzó un crecimiento positivo tras la fuerte caída experimentada en 2002. Además, y a pesar de la atonía del entorno europeo, las transacciones comerciales con el exterior también recuperaron dinamismo, de forma que la demanda final creció un 3,5%, en términos reales, superando a su vez el 2% registrado en 2002. Dentro del año, la demanda final mostró un mayor crecimiento interanual en la primera mitad, como consecuencia del notable repunte de la inversión en equipo y de las exportaciones en ese período, desacelerándose posteriormente. Este perfil refleja, en parte, el hecho de que al inicio de 2002 estas variables alcanzaron su punto cíclico más bajo, experimentando una fuerte aceleración en el segundo semestre de ese año (véase gráfico IV.2).

Como se ha señalado, el consumo final de los hogares ha sido uno de los factores que ha contribuido a la recuperación de la demanda en 2003, tras haber sido uno de los principales soportes del gasto en los años de desaceleración cíclica. El impulso experimentado por el gasto en consumo en 2003 situó su tasa de crecimiento medio anual en el 3% real, cuatro décimas por encima de la registrada el año anterior (véase cuadro IV.1). Entre los distintos componentes del consumo, se observó una notable aceleración del gasto en bienes duraderos, especialmente en automóviles, así como del gasto en servicios, que mantuvo su dinamismo durante todo el año.

La renta disponible de los hogares contribuyó a sostener el crecimiento del consumo en 2003. Aunque la renta bruta disponible creció un 6,0%, casi un punto por debajo de su avance en 2002, el menor crecimiento de los precios de consumo permitió que, en términos reales, su desaceleración fuera menor y alcanzara un aumento del 2,8%, impulsada por el incremento de las rentas salariales y apoyada en una aportación neta significativa de las Administraciones Públicas (véase gráfico IV.3). A su vez, las rentas salariales se beneficiaron del comportamiento favorable que siguió manifestando el empleo —al intensificar su crecimiento— y del repunte del salario real, que reflejó la aceleración de la remuneración por asalariado y la mejora de la relación real de intercambio. La contribución neta del sector público se situó en torno al medio punto porcentual, en términos reales. Esta aportación fue algo inferior a la de 2002, a pesar del impacto expansivo que supuso la reforma del IRPF, debido al menor crecimiento de las prestaciones sociales, en un contexto de mejora del ritmo de la actividad económica y de moderación de la tasa de inflación, que reduce el impacto de la indiciación sobre las pensiones.



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

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

	% PIB		TASAS DE VARIACIÓN					
	1995	2003	1998	1999	2000	2001	2002	2003
HOGARES E ISFLSH								
Gasto en consumo final	59,8	59,9	4,4	4,7	4,0	2,8	2,6	3,0
<i>Consumo duradero</i>	6,6	8,2	12,9	12,4	1,3	2,1	1,0	4,7
<i>Consumo no duradero</i>	53,2	51,7	3,2	3,5	4,4	3,0	2,9	2,7
Inversión interna residencial (b)	5,7	6,9	8,6	8,6	8,6	1,7	6,2	5,0
EMPRESAS								
Inversión productiva privada (c)	12,6	14,2	9,7	9,9	7,1	3,0	-2,5	1,5
<i>Construcción y otros productos</i>	6,3	7,0	3,0	11,2	10,9	8,4	1,5	1,5
<i>Equipo y otros productos</i>	6,3	7,3	15,2	9,0	4,2	-1,4	-6,1	1,6
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS								
Gasto en consumo final	18,1	18,6	3,7	4,2	5,1	3,6	4,4	4,6
Formación bruta de capital fijo	3,7	3,5	14,1	4,8	-5,8	7,9	7,3	5,4
<i>De la cual:</i>								
<i>Construcción y otros productos</i>	2,9	2,5	18,4	5,0	-10,9	8,6	6,9	6,1
PRO MEMORIA								
Formación bruta de capital fijo	22,0	24,7	10,0	8,8	5,7	3,3	1,0	3,0
<i>Equipo</i>	6,1	6,9	14,5	7,8	4,7	-1,2	-5,4	1,9
<i>Construcción</i>	12,6	13,9	7,8	9,0	6,1	5,8	4,2	3,7
<i>Otros productos</i>	3,3	3,9	8,7	10,3	6,0	3,6	2,6	2,8

FUENTES: INE y Banco de España.

a. Datos en términos reales.

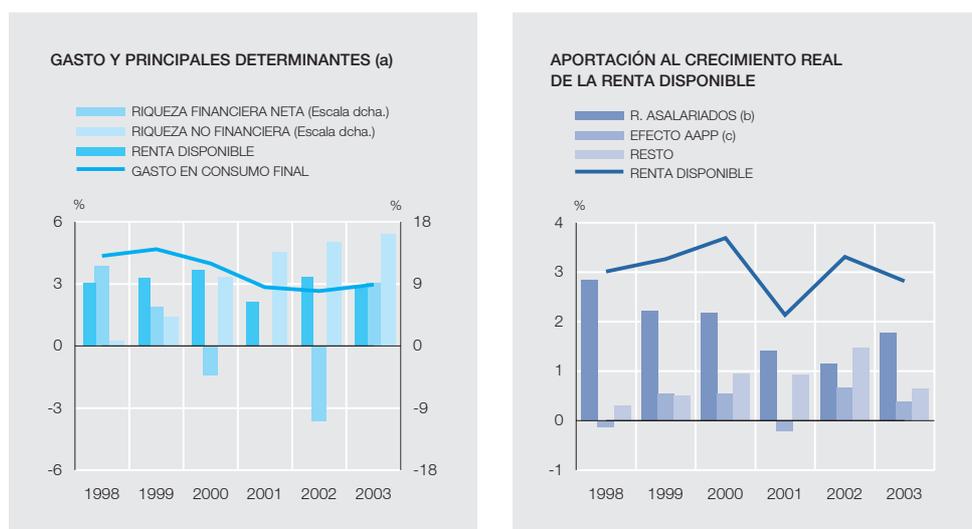
b. Excluye la inversión realizada por los empresarios autónomos.

c. Incluye la inversión realizada por los empresarios autónomos.

Los descensos en los tipos de interés que tuvieron lugar en 2003 limitaron el aumento de la carga financiera de las familias, pero redujeron también sus ingresos por intereses, de forma que, como se ha venido observando en los últimos cuatro años, la contribución neta por intereses al crecimiento de la renta disponible siguió siendo negativa. Por otra parte, el descenso en los tipos de interés fue prácticamente equivalente a la reducción de la tasa de inflación, de modo que los tipos reales se mantuvieron relativamente estables en cotas favorables al dinamismo del consumo.

La evolución del patrimonio neto de los hogares en 2003 fue más expansiva que en 2002. Por un lado, la recuperación de los mercados bursátiles, en la segunda mitad del año, dio lugar a un crecimiento de la riqueza financiera neta que supuso un cambio respecto de la pauta de descenso que se había mantenido en los dos años anteriores (véase gráfico IV.3). Por otro, la riqueza no financiera continuó creciendo, aumentando incluso su ritmo de variación, impulsada por el incremento del precio de la vivienda. Por tanto, ambos componentes de la riqueza contribuyeron, aunque en distinta medida, a respaldar el gasto en consumo, lo que hubiera favorecido, en principio, una disminución de la tasa de ahorro, que, sin embargo, no llegó a producirse. Debe tenerse en cuenta que la mejora de las bolsas fue relativamente tardía y que hubo algunos elementos de incertidumbre que persistieron durante meses. Así, aunque la confianza de los consumidores experimentó una clara mejoría a partir del segundo trimestre de 2003, una vez que se anunció el final del enfrentamiento armado en Irak (véase gráfico IV.4), esta recuperación apenas permitió alcanzar los niveles registrados al inicio de 2002, momento en el que la incertidumbre sobre la evolución futura de la economía mundial y los riesgos derivados de la situación geopolítica eran todavía elevados.

Se estima que la inversión interna residencial registró un crecimiento próximo al 5% en 2003, tras la recuperación que tuvo lugar el año anterior (véase gráfico IV.5). A este dina-



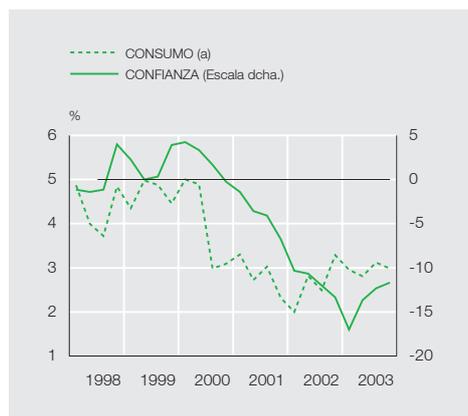
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- 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.

mismo han contribuido los distintos determinantes de la demanda de vivienda. Como se ha señalado, el crecimiento de la renta disponible de las familias continuó siendo elevado en los dos últimos años, a la vez que el coste de uso de la vivienda experimentó importantes descensos. Entre los elementos que integran el coste de uso, el factor que ha favorecido en mayor medida a este descenso ha sido la expectativa de revalorización de los activos reales, impulsada por el prolongado y notable crecimiento de sus precios. El menor coste de uso ha abaratado los servicios de vivienda para los propietarios que residen en su propia casa y para los potenciales compradores. En cambio, los alquileres han respondido al incremento de precios en el mercado de la vivienda con subidas significativas, como ilustra el componente de alquileres del IPC, que ha venido aumentando a tasas superiores al 4% durante los últimos años, repercutiendo en el coste de la vivienda para los hogares que residen en alquiler. Por otra parte, la accesibilidad a la vivienda de los potenciales compradores, aproximada ya sea por la relación entre el precio de mercado de estos activos y el salario medio —como una parte importante de la capacidad de pago—, o por la proporción del salario que debe destinarse al pago de una cuota hipotecaria, ha empeorado en 2003 (véase gráfico IV.5).

La demanda de activos inmobiliarios como forma de colocación de riqueza ha continuado siendo importante en 2003, en un contexto de aumento del patrimonio neto de las familias, dadas las rentabilidades tan atractivas que ha venido proporcionando la inversión en estos activos reales, frente a otras colocaciones alternativas (véase gráfico IV.5). En la medida en que los mercados de renta variable consoliden la recuperación iniciada en el año 2003, cabe esperar que la rentabilidad relativa de los activos inmobiliarios disminuya, reduciendo con ello la presión de la demanda por este motivo. Por último, cabe recordar que una proporción significativa de la inversión residencial la realizan los no residentes, segmento que ha continuado creciendo notablemente en 2003.

El fuerte crecimiento de la demanda residencial ha seguido impulsando al alza el precio de la vivienda, que registró un crecimiento medio del 17% en 2003, a pesar del significativo aumento que volvió a registrar el parque de viviendas en construcción en el último año. Los mayores



FUENTES: INE y Comisión Europea.

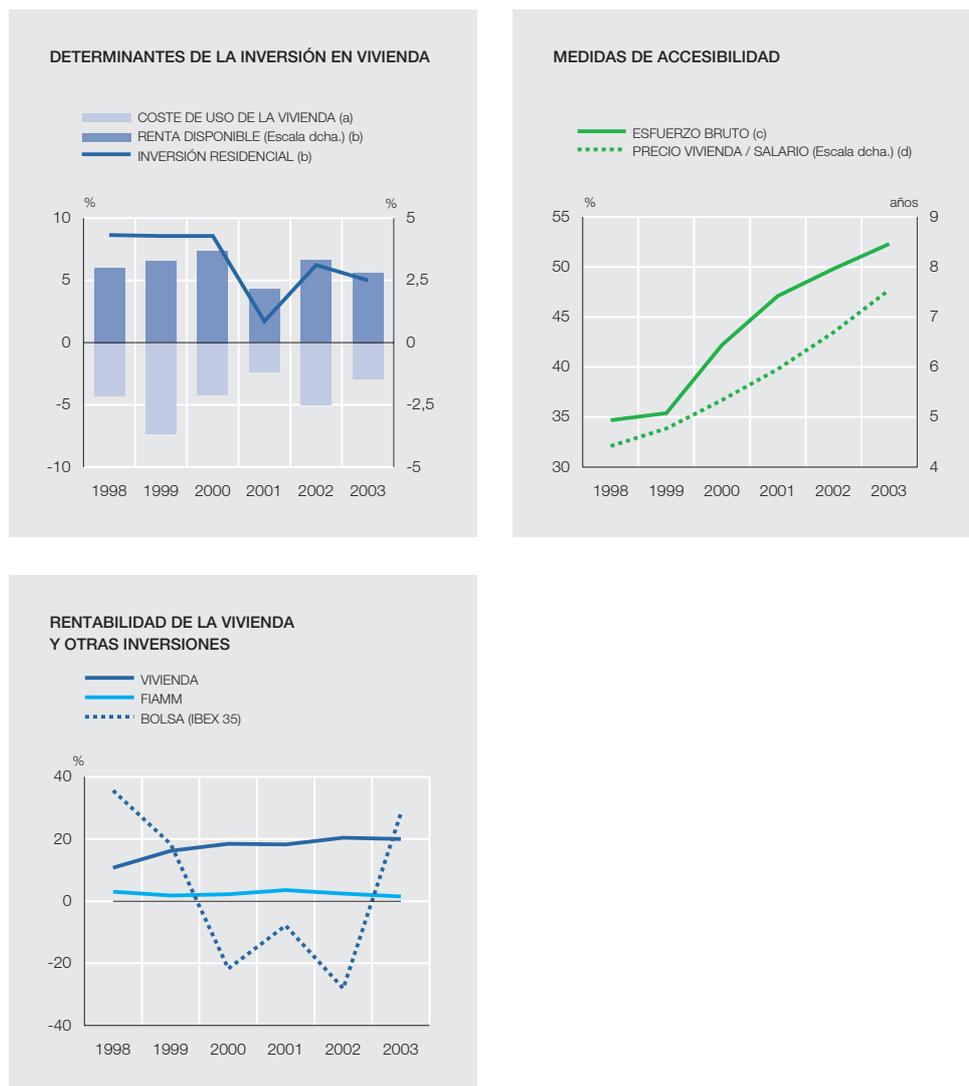
a. Tasa de crecimiento interanual de la serie real ajustada de estacionalidad del gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH.

crecimientos se registraron en los municipios de mayor tamaño —más de medio millón de habitantes—, al tiempo que en los municipios costeros de menos de 50.000 habitantes el precio de los inmuebles residenciales continuó aumentando a un ritmo superior al de los municipios del interior de similar tamaño.

Por lo que se refiere a la demanda ejercida por las Administraciones Públicas, en el año 2003, el gasto en consumo final creció un 4,6%, en términos reales, ligeramente por encima del 4,4% del año anterior (véase cuadro IV.1). En términos nominales, se observó, en cambio, una ligera desaceleración, debida al menor crecimiento de su deflactor. Entre los componentes del consumo público, la remuneración de los asalariados creció un 6,7%, dos décimas más que en 2002, debido a la aceleración de la remuneración por asalariado, y a un ligero aumento en el ritmo de creación de empleo público. La inversión pública, por su parte, creció un 5,4% en términos reales, lo que supone una desaceleración de unos dos puntos respecto al año 2002. Debe tenerse en cuenta que estas cifras no incluyen la inversión en infraestructuras canalizada a través de entidades públicas estatales del grupo del Ministerio de Fomento, que se contabiliza como inversión del sector privado.

Tras el recorte experimentado en 2002, se estima que la formación bruta de capital fijo de las empresas registró un aumento del 1,6%, en el conjunto del año 2003. La recuperación de la inversión productiva reflejó fundamentalmente la evolución del componente de inversión en bienes de equipo, que, tras dos años de sucesivas caídas, especialmente intensas en 2002, creció en torno al 1,6% el pasado año (véase cuadro IV.1). Por su parte, el crecimiento de la inversión empresarial en construcción fue de una magnitud similar al del equipo, alrededor del 1,6%, lo que supuso, en este caso, una ligera pérdida de impulso adicional, tras la notable desaceleración estimada en 2002. El comportamiento de la inversión productiva a lo largo del ejercicio se puede aproximar por el de la inversión en equipo total. Este no fue homogéneo, ya que apuntó una pérdida de tono en el segundo semestre, que se vio amplificada en su perfil de crecimiento interanual por el repunte que se observó ya en la segunda mitad de 2002 (véase gráfico IV.2).

La evolución de la inversión productiva privada en 2003 hay que analizarla en el contexto de la debilidad que ha caracterizado al gasto en inversión de las empresas desde el año 2001 —y que, como ya se ha señalado, se ha reflejado en mayor medida en el componente de in-

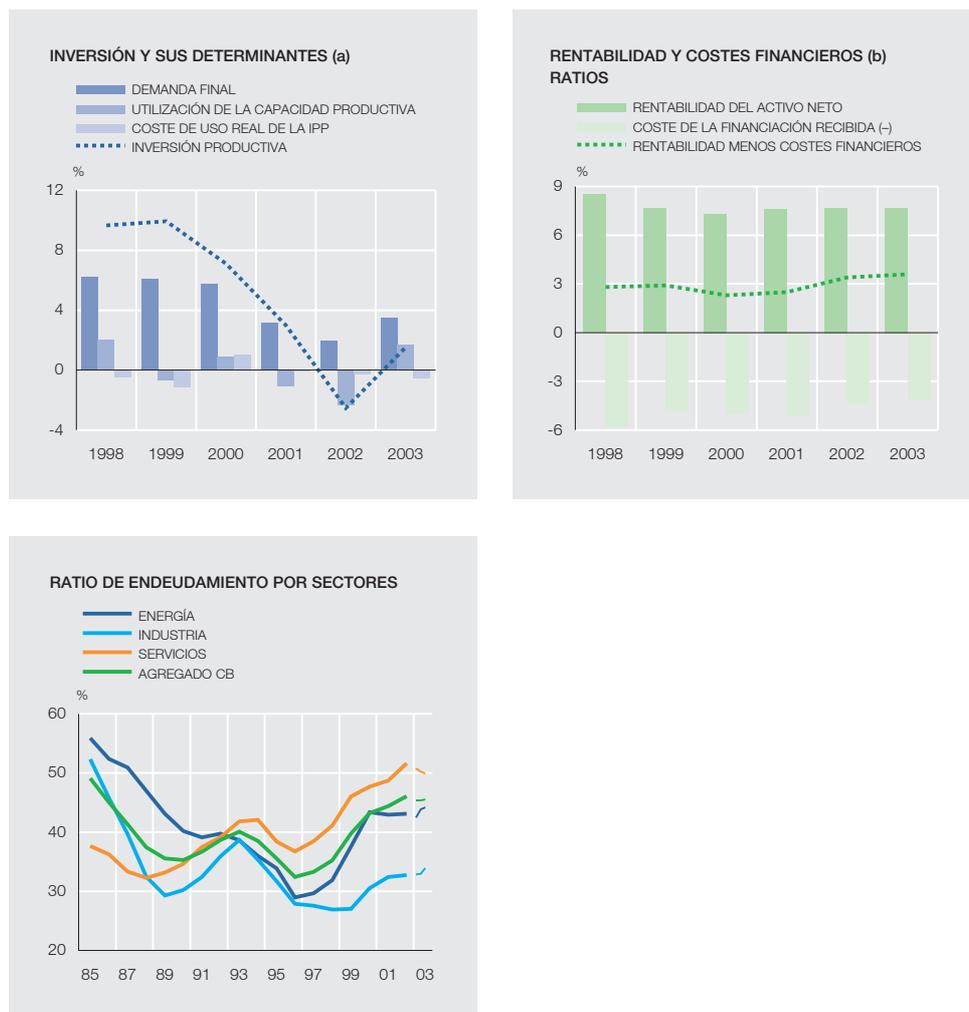


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento y Banco de España.

- a. Variación real.
- b. Tasas de variación real.
- c. Cuota anual (amortización e intereses) de un préstamo típico en relación con el salario medio anual, medido por el coste salarial de la Encuesta Trimestral de Costes Laborales (ETCL).
- d. Salario aproximado por el coste salarial del ETCL.

versión en equipo—; desde este punto de vista, la recuperación del pasado año ha sido todavía escasa. Atendiendo a los determinantes habituales, la recuperación de la inversión en 2003 refleja, en parte, el mayor dinamismo de la demanda final, que registró un avance del 3,5% en el conjunto del pasado año, superando en 1,5 pp la tasa de 2002 (véase gráfico IV.6). A lo largo del año, el repunte de la demanda final se concentró en la primera mitad, cediendo ligeramente en el segundo semestre. Por su parte, el coste de uso del capital en términos reales se redujo en 2003, por segundo año consecutivo, como consecuencia del recorte en los tipos de interés nominales y de la ligera aceleración en el deflactor de la inversión productiva privada. Ambos factores —fortaleza de la demanda y condiciones financieras— hubieran justificado un repunte más intenso del gasto en inversión en 2003.

La recuperación de la demanda final se reflejó en un incremento de la utilización de la capacidad productiva en la industria, que en media anual se situó en el 78,9% en 2003, superando

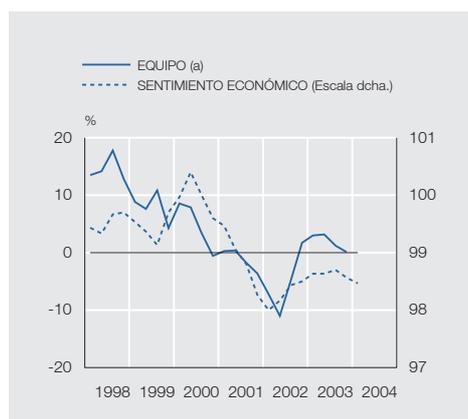


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea y Banco de España.

- a. Tasas de variación real y diferencias para el grado de utilización de la capacidad productiva instalada y para el coste de uso real de la IPP.
- b. Datos obtenidos de la CBA hasta 2002 y de la CBT para 2003.

ligeramente su media histórica (78,2%). Asimismo, el porcentaje de empresas industriales que valoraba como excesiva su capacidad productiva instalada se redujo sensiblemente, en relación con el ejercicio precedente. Sin embargo, en el segundo semestre del año dicho porcentaje mostró una tendencia creciente, en línea con la pérdida de empuje de la inversión en equipo. Esta tendencia se ha corregido parcialmente en el primer semestre de 2004. Por otra parte, el indicador sintético de sentimiento económico, elaborado por Eurostat, se mantuvo prácticamente estable a lo largo del año, mostrando un ligero deterioro en el último trimestre (véase gráfico IV.7). Este perfil es coherente, también, con la tendencia a la caída en las expectativas de crecimiento de los beneficios a medio plazo de las empresas cotizadas en bolsa, que se ha acentuado a finales de 2003. En definitiva, a pesar de la aceleración de la demanda final durante el pasado año, cabe pensar que la mejora de las expectativas de demanda ha sido más limitada.

En cuanto a los determinantes financieros de la inversión, cabe señalar que la situación que presentaban las empresas en 2003 era bastante sólida. No obstante, en algunos sectores relevantes ello ha exigido llevar a cabo un proceso de saneamiento, que se ha prolongado en



FUENTES: INE y Comisión Europea.

a. Tasa de crecimiento interanual de la serie real ajustada de estacionalidad de la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo.

los últimos dos años, y que fue consecuencia, fundamentalmente, del aumento de la carga financiera y la consiguiente compresión de la renta bruta generada, a raíz de las subidas de tipos de interés que tuvieron lugar en torno a los años 2000-2001, en un contexto de elevada apelación a la financiación. Según la información procedente de la Central de Balances Trimestral, tras el notable crecimiento de los gastos financieros observado en el año 2001, estos han mostrado un perfil de reducción a lo largo de los dos años siguientes, como consecuencia de la favorable evolución de los tipos de interés. Estas reducciones han venido acompañadas de un menor recurso al endeudamiento con coste, de forma que la ratio que mide el coste de la financiación ajena se ha situado en mínimos históricos, del 4,1%, y la ratio de endeudamiento de las empresas ha tendido a frenar su ritmo de crecimiento. Este resultado parece confirmar que las empresas destinaron parte de los recursos generados en 2002 y 2003 a acometer un saneamiento financiero, previo a la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión (véase gráfico IV.6).

Por su parte, la rentabilidad ordinaria del activo neto se situó en torno al 7,7% durante el pasado año, como consecuencia del avance de los ingresos financieros, que refleja la entrada de dividendos procedentes de filiales en el exterior, y del moderado crecimiento de las amortizaciones y provisiones de explotación. Sin embargo, los niveles de los tipos de interés podrían estar cercanos a sus cotas mínimas, por lo que el mantenimiento de elevadas rentabilidades dependerá en el futuro, en mayor medida, de la capacidad de generación de resultado bruto de explotación.

Dado el crecimiento sostenido que ha mostrado en los últimos años la inversión en construcción en su conjunto (incluyendo la de familias, empresas y AAPP) y la importancia que ello ha tenido en el mantenimiento de tasas elevadas de avance del PIB, en el recuadro IV.1 se hace una valoración del comportamiento de la inversión en construcción con cierta perspectiva temporal. En lo que se refiere, más concretamente, al componente de construcción de la inversión productiva privada —que, como se ha señalado antes, aunque ha reducido considerablemente su tasa de avance en los dos últimos años, ha seguido contribuyendo al crecimiento de la inversión empresarial—, en el recuadro se pone de manifiesto la importancia que en él tiene la inversión realizada por las empresas que acometen obra pública por cuenta de las AAPP. Estas empresas tuvieron una aportación al avance de la construcción productiva privada superior a

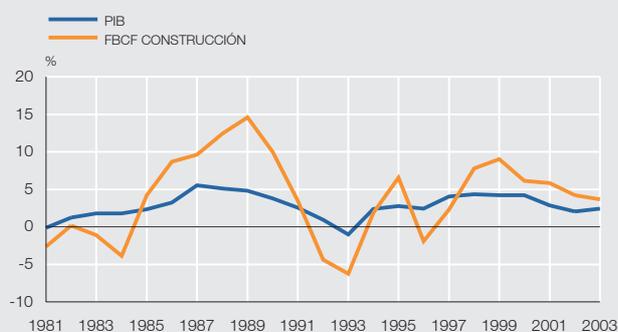
Uno de los componentes del gasto que estuvieron detrás de la resistencia a la desaceleración cíclica mostrada por la economía española hasta el año 2002 y que han continuado apoyando su crecimiento en 2003 ha sido la inversión en construcción. En este recuadro se evalúa el comportamiento reciente de la construcción desde una perspectiva más amplia. El primer gráfico confirma que desde 1997 el gasto en construcción en términos reales ha crecido por encima del PIB, de forma que el crecimiento medio de la inversión en construcción en el período 1998-2003, del 6,1%, ha superado en casi tres puntos porcentuales al del producto. El gráfico muestra también que entre los años 1985 y 1991 se produjo otro dilatado período de crecimiento elevado de la construcción, aunque en esa ocasión el perfil cíclico fue más acusado. Además, se observan otros ciclos más cortos, pero también más intensos, de este componente de la inversión, como el registrado entre 1995 y 1997. En conjunto, en el período 1982-2003, la variabilidad de la inversión en construcción ha multiplicado por 3,8 la del PIB.

El gráfico siguiente permite comparar los máximos y mínimos cíclicos registrados en las dos últimas décadas. En esos años se identifican tres ciclos completos de la inversión en construcción, que discurren entre los mínimos fechados en 1988/I TR (que no aparece en el gráfico), 1993/III TR, 1997/IV TR y 2003/I TR. La característica más destacable de este último ciclo es la suave y prolongada desaceleración, desde el máximo alcanzado en el segundo trimestre de 1999, que contrasta con el perfil mucho más abrupto observado en los dos ciclos anteriores. De hecho, la intensidad cíclica — diferencia

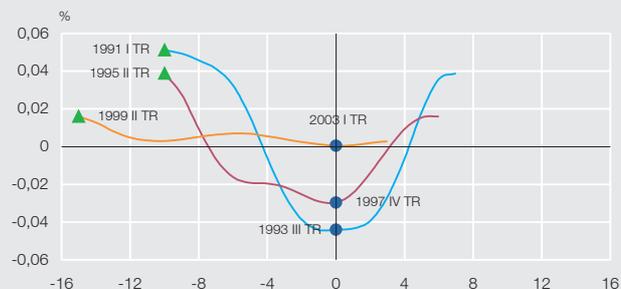
entre el máximo y el mínimo — entre el máximo y el mínimo identificados en 1988 y 1993 fue cinco veces mayor que la estimada entre 1998 y 2003. De forma similar, la recuperación que se observa a partir del mínimo cíclico identificado a comienzos de 2003 es muy tenue (no obstante, este es uno de los aspectos que puede verse revisado en mayor medida según se reciban nuevos datos, incluido el propio fechado del mínimo). En definitiva, durante el último ciclo la construcción ha mostrado una evolución mucho más estable que en los anteriores, lo que ilustra su contribución a la menor variabilidad cíclica del PIB.

La composición de la construcción proporciona algunas claves para explicar el comportamiento de este agregado en los años más recientes. El tercer gráfico recoge las contribuciones de la inversión residencial y no residencial al crecimiento del gasto. Se observa el carácter relativamente expansivo y variable de la inversión no residencial —que actualmente representa el 52% de la construcción y el 7,2% del PIB— durante todo el período. La inversión residencial, por su parte, ha registrado una evolución relativamente más estable, aunque su peso en el PIB también ha aumentado, alcanzando un 6,7% en 2003, casi un punto porcentual por encima del nivel de 1997. Comparando los dos períodos más dilatados en los que la construcción ha crecido por encima del PIB (1985-1991 y 1997-2003), se comprueba que la contribución de la inversión residencial al crecimiento de este agregado ha sido similar en ambos (2,7 pp), mientras que la inversión no residencial tuvo una contribución mucho más expansiva en los años ochenta que en la segunda

1. TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



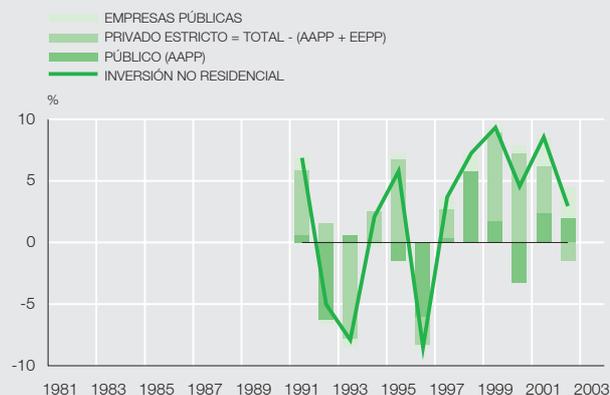
2. CICLOS DE LA CONSTRUCCIÓN CENTRADOS EN EL MÍNIMO



3. CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN EN CONSTRUCCIÓN



4. CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN NO RESIDENCIAL



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

mitad de los noventa. El continuo impulso que han proporcionado las reducciones de los tipos de interés hipotecarios a la inversión en vivienda, en este último período, ayuda a explicar el perfil de sostenimiento que ha presentado, en relación con la mayor variabilidad que se observaba en los años ochenta.

En cuanto a la inversión no residencial, hay que recordar que la intensidad de la inversión pública ha sido mucho menor en la segunda mitad de los años noventa que diez años antes. El último gráfico recoge la evolución de la inversión en construcción no residencial y de sus componentes público y privado, desde 1991. Dentro del componente privado, se ha separado la inversión realizada por aquellas empresas que ejecutan obra pública¹, pero que están sectorizadas como sociedades no financieras, de acuerdo con los criterios de la Contabilidad Nacional. Se observa que el ajuste presupuestario de

1. Cabe señalar que el auge de este tipo de inversión a partir de 1997 es consecuencia de la creación de nuevas entidades públicas empresariales, siendo el caso más destacado la constitución del gestor de infraestructuras ferroviarias (GIF). El peso de la inversión canalizada a través de estas empresas ha pasado del 4% del total de la inversión no residencial en 1997, al 9,5% en 2002.

los años 1996 y 1997 afectó considerablemente a la inversión en construcción de las AAPP, especialmente en 1996, dando lugar al mínimo cíclico que se identifica en esos años para la inversión en construcción. Entre 1998 y 2001, la construcción realizada por las empresas del sector privado ganó un mayor protagonismo, pero se contrajo en 2002, en línea con el comportamiento global de la inversión empresarial. Por su parte, la construcción llevada a cabo por las empresas ligadas al sector público tuvo una contribución significativa en 2001 y 2002, tomando el relevo de la inversión privada en ese período.

En definitiva, entre los factores que han sostenido el avance de la construcción en el último ciclo, reduciendo inusualmente su variabilidad, cabe destacar, en primer lugar, el crecimiento estable de la inversión residencial a partir de 1998, impulsada, entre otros factores, por la caída del coste de la financiación hipotecaria y, en segundo lugar, la menor amplitud del ciclo expansivo en el resto de la inversión en construcción. Cabe señalar también la contribución positiva de la obra pública, tanto la directamente ejecutada por las AAPP como la realizada a través de empresas no financieras.

tres puntos porcentuales en los años 2001 y 2002, lo que subraya la debilidad del gasto en inversión realizado por el resto de las empresas, particularmente en 2002. Se estima que el papel dinamizador de la actividad inversora de las empresas públicas se habría prolongado hasta el año 2003, a la vista del elevado volumen de obra civil licitado por ellas desde 2001.

En lo que respecta a la demanda exterior, según las estimaciones de la CNTR las exportaciones reales de bienes y servicios registraron un notable dinamismo en 2003, con un incremento del 4%, frente al crecimiento nulo de 2002. Por componentes, se aprecian diferencias importantes entre la evolución de las exportaciones de mercancías, que crecieron un 5,7%, en términos reales, y las exportaciones de servicios, que se estancaron, en un contexto de atonía del sector turístico. El avance de las exportaciones de bienes fue superior al incremento de la demanda mundial, a pesar del deterioro de la competitividad, derivado de la apreciación del euro. Se estima que ello se tradujo en una recuperación de la cuota española en el comercio mundial, medida en términos reales, tras el retroceso observado en 2002.

Entre los determinantes de las exportaciones de bienes, la demanda exterior mostró una cierta recuperación en relación con la notable atonía de 2001 y 2002 (véase gráfico IV.8). Aunque la expansión iniciada en la segunda mitad de ese año se vio truncada en los primeros meses de 2003 por la incertidumbre asociada al conflicto bélico en Irak y al brote de neumonía atípica en algunos países asiáticos, en el segundo semestre del año, a medida que estos factores de incertidumbre se fueron disipando, la demanda mundial retomó de nuevo una senda de recuperación, apoyada en el dinamismo de Estados Unidos y de las principales economías asiáticas. Los mercados más dinámicos fueron el asiático, donde destaca la creciente importancia de China, los países del Centro y el Este de Europa y Estados Unidos. Mientras tanto, la demanda de los países de la zona del euro, que son nuestros principales socios comerciales, registró un avance muy modesto.



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

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

En cuanto a la competitividad precio de los productos españoles, ya se ha señalado que sufrió un deterioro notable en 2003. La revalorización del euro incidió en la importante apreciación de los índices de precios y costes relativos frente a los países no pertenecientes al área del euro, mientras que los indicadores de competitividad en relación con los países de la zona registraron un ligero deterioro. Este empeoramiento de la posición competitiva de la economía española se produjo a pesar de la contención de los precios de exportación, que supuso una notable contracción de los márgenes de las empresas exportadoras españolas.

El escaso avance de la demanda exterior y la evolución adversa de la competitividad precio no impidieron que las exportaciones se comportaran con un dinamismo considerable. Como muestran los datos desagregados de la estadística de Aduanas, las ventas a los países del área del euro en términos reales registraron un comportamiento muy expansivo, especialmente en la primera mitad del ejercicio. En el segundo semestre, se desaceleraron en tasa interanual, en buena medida como reflejo de su recuperación en la segunda mitad de 2002. En el

promedio del año, el crecimiento fue muy superior al moderado avance de las importaciones de los países de la zona. Por su parte, las exportaciones fuera del área del euro mantuvieron tasas de crecimiento elevadas en términos reales, en línea con el mayor dinamismo de la demanda en estas economías y en un contexto de importante reducción de sus precios en euros, que compensó, en parte, el efecto negativo sobre la competitividad de la evolución del tipo de cambio.

Por tipos de productos, y circunscribiendo el análisis a las exportaciones de las ramas manufactureras, las ventas de bienes procedentes de actividades con intensidad tecnológica alta y media-alta fueron las más dinámicas, en términos reales. En las ramas de tecnología media-alta, que son las de mayor peso en la estructura exportadora española, destacaron las ventas de vehículos de motor, maquinaria y equipo mecánico y productos químicos. Las ramas de intensidad tecnológica media-baja tuvieron una aportación mucho menor al avance de la exportación. Por último, las exportaciones procedentes de las ramas de intensidad tecnológica baja crecieron a tasas moderadas en términos reales; solamente la rama de alimentación, bebidas y tabaco mantuvo su dinamismo. La atonía de las ventas de productos con menor intensidad tecnológica refleja, en parte, su mayor sensibilidad a la evolución de la competitividad precio.

Las exportaciones de servicios experimentaron un crecimiento nulo en el año 2003, tras el retroceso registrado en 2002. Este comportamiento fue consecuencia, en buena medida, del estancamiento del turismo, ante la debilidad de la demanda mundial y el deterioro de su competitividad. También las exportaciones de otros servicios reflejaron una gran atonía.

Según los datos de la Organización Mundial del Turismo, tras registrar una moderada recuperación en 2002, la actividad turística mundial, medida por las llegadas de turistas, se contrajo un 1,2% en 2003, afectada por la incertidumbre que generaron el conflicto en Irak y la neumonía atípica en algunas regiones de Asia. Por áreas geográficas, la mayor afluencia de turistas hacia Europa Central y del Este contrastó con la fuerte contracción en los mercados del Sudeste asiático, mientras que en los países de la Europa mediterránea el número de turistas se mantuvo estancado respecto al año anterior. En este entorno, las exportaciones de turismo registraron un crecimiento nulo en España, en términos reales, tras el notable retroceso de 2002. El número de turistas entrados por frontera se mantuvo prácticamente estancado, según la estadística Frontur, con un crecimiento del 0,1%, evolución que está en línea con la de las pernoctaciones en establecimientos hoteleros, que crecieron un 0,7%. Por país de procedencia, se produjo una reducción casi generalizada de las entradas de turistas, destacando los retrocesos del turismo alemán, francés e italiano, en un contexto de debilidad de las economías europeas. Con todo, esta disminución se compensó con el fuerte incremento de las entradas de turistas británicos (un 9,7%), siendo el Reino Unido nuestro principal mercado.

El Instituto de Estudios Turísticos ha publicado por primera vez, en 2003, los datos de la encuesta de gasto turístico Egatur, que muestran el escaso avance del número de visitantes y una ligera disminución en la duración de su estancia. Este último factor explica, en su mayor parte, la reducción del gasto medio por persona, a pesar del incremento del gasto diario por turista. Cabe destacar, sin embargo, que el gasto diario de los turistas procedentes de países de fuera del área del euro —especialmente de los procedentes del Reino Unido, Estados Unidos y América Latina— se redujo, siendo compensado por el incremento del gasto diario de los turistas de la zona del euro.

Al estancamiento del sector turístico en 2003 también contribuyó la evolución de los precios relativos frente a nuestros principales clientes y competidores. El componente del IPC de tu-

rismo y hostelería siguió registrando un crecimiento claramente por encima del promedio. En este sentido, cabe destacar que, mientras que los precios hoteleros se mantuvieron moderados, la oferta complementaria registró de nuevo un encarecimiento notable.

Como se ha comentado en los párrafos anteriores, tanto la demanda nacional como las exportaciones se aceleraron en 2003, de forma que la demanda final registró un crecimiento del 3,5% en términos reales, 1,5 pp más que en 2002. Su empuje contribuyó al dinamismo de las importaciones de bienes y servicios, que crecieron un 6,7%, en términos reales, en 2003, frente al 1,8% del año anterior.

Las importaciones de bienes crecieron un 7,8%, según la CNTR, en el conjunto del año, aunque tendieron a ralentizarse en los últimos meses, en tasa interanual, como reflejo, en gran medida, de la recuperación de las importaciones al final de 2002. Al empuje de las importaciones de bienes en 2003 contribuyó, además del avance de la demanda final, el abaratamiento de sus precios relativos, consecuencia, a su vez, de la fuerte apreciación del euro. Esta evolución de los precios de importación favoreció la penetración de productos importados en el mercado español, de manera que la ratio de importaciones por unidad de demanda final se incrementó respecto al año anterior. Por su parte, las importaciones de servicios registraron un comportamiento más moderado que las de bienes, con un crecimiento real del 1,2%, frente al estancamiento del año anterior.

Según los datos desagregados de Aduanas, las importaciones reales de bienes procedentes de la UE avanzaron un 6% en 2003, mientras que las compras al resto del mundo se incrementaron en un 9,3%. Por productos, las importaciones tuvieron un comportamiento acorde con la evolución de los componentes de demanda. Las compras de bienes de equipo avanzaron con dinamismo, incrementándose en un 16,7% en el promedio del año, destacando el empuje del componente de maquinaria y, en particular, de los equipos destinados a la construcción y al tratamiento de información. Las importaciones de bienes de consumo también registraron un crecimiento notable, con una recuperación generalizada de sus componentes. Por el contrario, las compras exteriores de bienes intermedios se moderaron considerablemente, en consonancia con la evolución de la actividad industrial. Por ramas de intensidad tecnológica, se observó un mayor crecimiento de las compras, en términos reales, de los bienes correspondientes a las ramas de tecnología baja y media-baja, inducido por la ganancia de competitividad precio de estos productos importados en el mercado nacional; no obstante, también se observaron incrementos importantes en las importaciones de productos con mayor contenido tecnológico, como máquinas de oficina y equipos informáticos.

En definitiva, en el año 2003 el crecimiento de las importaciones volvió a exceder al de las exportaciones, lo que supuso una ampliación de la aportación negativa del sector exterior al crecimiento del producto, hasta -1 pp, frente a -0,3 pp del año anterior. Así, la evolución del sector exterior limitó la recuperación del PIB, que en el conjunto del año creció un 2,4%, frente al 2% de 2002.

3 La actividad

A pesar de la aceleración del PIB en 2003, el valor añadido de la economía de mercado volvió a registrar una ligera pérdida de vigor a lo largo del pasado año, al crecer un 1,8%, frente al 1,9% estimado en 2002. De hecho, desde el punto de vista de la actividad productiva, el mayor ritmo de crecimiento del PIB fue el resultado de la evolución más expansiva que registraron los servicios no orientados al mercado y del notable incremento de los impuestos indirectos que gravan los productos. Por otra parte, el ritmo de crecimiento del valor añadido de mercado fue inferior en un punto porcentual a su crecimiento potencial, lo que determinó que la brecha existente entre el nivel de actividad observado y el potencial —la denominada brecha

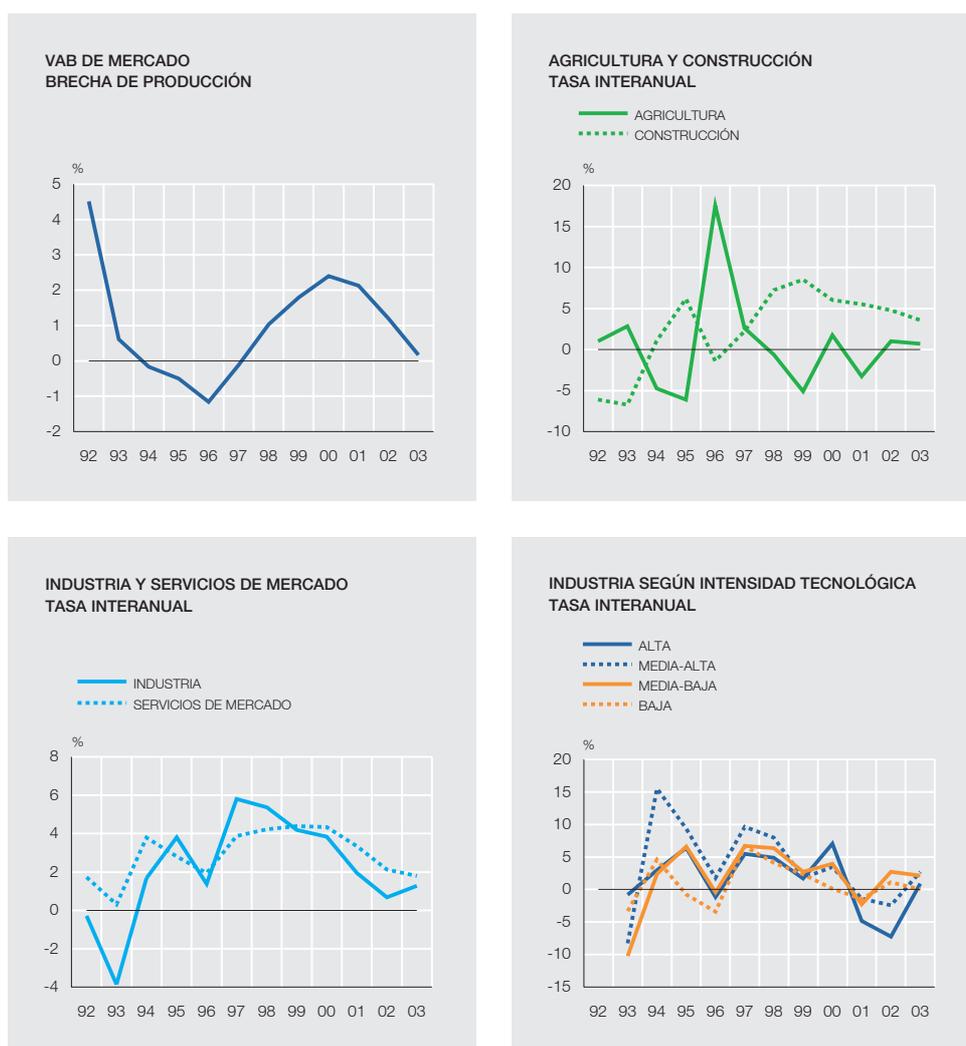
de producción o *output gap*— se cerrase prácticamente en 2003, como se puede comprobar en el panel superior izquierdo del gráfico IV.9.

La capacidad de crecimiento potencial de la economía española apenas se vio alterada en 2003, aunque la contracción que experimentó la inversión en bienes de equipo en 2002, por segundo año consecutivo, ha tenido una ligera incidencia negativa sobre la aportación del capital al crecimiento potencial del producto. Por el contrario, el crecimiento de la productividad total de los factores —una variable que aproxima, entre otras cosas, la incorporación de progreso tecnológico— se mantuvo estable, aunque significativamente por debajo del que se estima en otras economías desarrolladas. En el caso del factor trabajo, la contribución al crecimiento potencial también se mantuvo estable y, en este caso, muy por encima de la que se observa en los países de nuestro entorno. La elevada contribución del factor trabajo al crecimiento potencial en España está relacionada con el aumento de la tasa de actividad de la población en edad de trabajar (que refleja, a su vez, el proceso de inmigración y la mayor participación del colectivo femenino en el mercado de trabajo) y con el descenso que viene registrando la tasa de desempleo estructural; ambos elementos se comentan con más detalle en un epígrafe posterior.

La ligera desaceleración que mostró la actividad de la economía de mercado en 2003 se extendió a las distintas ramas de actividad, con la única excepción de la rama industrial y energética. La moderación fue más acusada en el caso de la construcción, que, sin embargo, continuó siendo la rama con mayor expansión. Como se puede comprobar en el panel superior derecho del gráfico IV.9, la pérdida de dinamismo de la actividad de las ramas agraria y pesquera solo fue de tres décimas de punto porcentual, por lo que en 2003 mantuvo un ritmo de avance positivo, aunque reducido (0,7%), resultado de un menor crecimiento de la producción ganadera y de un impulso de la producción agrícola muy contenido. La evolución de los cultivos en 2003 no fue demasiado favorable, debido principalmente a la escasez de lluvias en la época primaveral, de forma que el escaso crecimiento del sector agrario se sustentó en algunos productos concretos, como los cítricos, el viñedo y el olivar.

Por otra parte, el año 2003, en su conjunto, resultó favorable para la rama de industria y energía, que experimentó un crecimiento del 1,3%, 0,7 pp por encima del registrado el año precedente (véase panel inferior izquierdo del gráfico IV.9). Tanto la rama de energía como la de bienes industriales incrementaron su ritmo de avance, como resultado, en el primer caso, del mayor crecimiento económico y de otros factores más específicos, entre los que se puede citar el clima extremo del período estival. El impulso de la actividad industrial fue consecuencia de la revitalización de las exportaciones, especialmente de las dirigidas a la zona del euro, aun cuando la actividad en estos países mostró un dinamismo muy reducido. La demanda interna también contribuyó al sostenimiento de la industria, tanto por el lado del consumo como de la inversión en bienes de equipo. A diferencia del año precedente, cuando fueron los productos de intensidad tecnológica media-baja los que sostuvieron la actividad industrial, en 2003 las ramas de intensidad tecnológica alta y, sobre todo, media-alta fueron las que lideraron la recuperación (véase panel inferior derecho del gráfico IV.9). Cabe destacar que, como ha venido sucediendo desde el año 2000, los sectores caracterizados por un uso más intensivo de la mano de obra —que en su mayoría coinciden con los de menores requerimientos tecnológicos— experimentaron una contracción de su actividad.

El empuje de la actividad constructora en el año 2003 fue inferior al del año precedente, al experimentar una reducción de su ritmo de avance de casi un punto porcentual (véase panel superior derecho del gráfico IV.9). Sin embargo, su tasa de crecimiento, 3,6%, continuó siendo la más alta de la economía española, por sexto año consecutivo. La pérdida de impulso de la



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

construcción tuvo su origen tanto en un menor esfuerzo inversor público en obra civil, como en la desaceleración, algo más acusada, de la actividad de edificación. Dentro de esta, sin embargo, la edificación residencial mantuvo un impulso significativo, mientras que la construcción de edificios destinados a otros usos acusó el menor ritmo de la actividad productiva de los servicios de mercado, que es el sector que más ha invertido en construcción en el pasado.

El moderado crecimiento del sector industrial y el tono menos vigoroso de la construcción constituyeron los elementos determinantes de la desaceleración registrada por la actividad de los servicios de mercado, que aumentó a un ritmo del 1,8% en 2003, tres décimas menos que en 2002 (véase panel central del gráfico IV.9). En efecto, la ausencia de un empuje decidido de la actividad industrial y la aparición de síntomas de una cierta saturación en el mercado inmobiliario condicionaron una pérdida de tono de las actividades inmobiliarias, de alquiler y empresariales, que lastró el conjunto de los servicios de mercado. No obstante, hay que destacar, por su contenido tecnológico, que en el transcurso de 2003 se registró una recuperación del sector de informática e I+D, lo que constituye un cambio de tendencia respecto a su evolución reciente. Para el conjunto del año 2003, la nota favorable la proporcionaron las ramas de comercio, hostelería y transportes. En el caso del comercio, el impulso provino del mayor vigor



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. CNTR. Serie desestacionalizada. Empleo equivalente.
- b. EPA.
- c. EPA. Serie de desempleo enlazada en el Banco de España.
- d. Remuneración por asalariado en economía de mercado.

mostrado por el consumo privado; para la hostelería y el transporte, fue la reactivación del turismo, que vivió en 2002 sus peores momentos, el factor que posibilitó su recuperación.

4 El mercado de trabajo

En el año 2003 el empleo⁸ mostró una progresiva recuperación, tras la desaceleración observada el año anterior, en línea con el mayor dinamismo de la actividad económica. En términos de la CNTR, el ritmo de creación neta de empleo fue del 1,8% para el total de la economía y del 1,9% para la economía de mercado, en ambos casos 0,3 pp por encima del crecimiento registrado el año precedente (véase el panel superior izquierdo del gráfico IV.10). Este comportamiento del empleo supone el mantenimiento de tasas de variación de la productividad aparente del factor trabajo muy modestas (0,6%), en línea con la evolución pasada de esta

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

variable. En el caso de la economía de mercado, la productividad aparente del trabajo se redujo, incluso, un 0,2%. Este comportamiento de la productividad vino acompañado de una caída de los costes laborales, en términos reales, que fue consecuencia del elevado crecimiento del deflactor del valor añadido, puesto que los salarios, en términos nominales, mostraron una aceleración en 2003. Desde el punto de vista de los trabajadores, los salarios reales experimentaron un ligero aumento, debido al menor crecimiento de los precios de consumo.

La recuperación del empleo no se extendió, sin embargo, a todas las ramas de actividad en 2003. Así, mientras que las ramas de servicios y construcción mostraron un mayor dinamismo en la creación de puestos de trabajo, en la agricultura se siguió destruyendo empleo, aunque a un ritmo inferior al de años pasados, y en la industria se intensificó el proceso de caída de la ocupación, iniciado el año precedente. La recuperación de la actividad industrial en 2003 no vino por tanto acompañada por un comportamiento similar del empleo, que registró una caída del 1,1%, mostrando además un perfil trimestral marcadamente decreciente, tras la incipiente recuperación observada a finales del año anterior y principios de 2003. En la construcción, tras la desaceleración sufrida en la segunda mitad del año anterior, la tasa de crecimiento del número de ocupados se incrementó en 0,9 pp, hasta el 3,8%, alcanzando crecimientos superiores al 4% a partir del segundo trimestre del año. Este comportamiento del empleo, que contrasta con la pérdida de dinamismo de la actividad, determinó una reducción de la productividad aparente del trabajo, que podría estar relacionada con la fase en la que se encuentran buena parte de los trabajos de construcción, más intensiva en mano de obra. Por último, el empleo en el sector servicios se aceleró en 0,4 pp, experimentando un crecimiento medio del 2,8%; en los servicios de mercado el aumento de los ocupados fue del 3,4%, frente al 1,4% de los servicios de no mercado. Cabe señalar que la recuperación del empleo observada en los servicios de mercado vino acompañada de caídas en la productividad aparente del factor trabajo, en línea con la reducción observada en el coste laboral, en términos reales.

Según los datos de la Contabilidad Nacional, la recuperación del empleo en 2003 afectó únicamente al empleo asalariado, que se incrementó un 2,4%, en tanto que los no asalariados disminuyeron un 0,9%, tasa similar a la de 2002. Esta evolución coincide en términos generales con la proporcionada por la Encuesta de Población Activa (EPA). Esta encuesta mostró, además, que en el aumento del empleo han tenido una participación importante los trabajadores inmigrantes, cuyo número se incrementó un 25,2% en 2003, lo que elevó su peso relativo en 1 pp, hasta el 5,7% del empleo total.

Por tipo de contrato, la mayor creación de empleo asalariado se extendió tanto a los asalariados con contrato indefinido, que mantuvieron un ritmo elevado de crecimiento (4,1%), 0,3 pp superior al del año precedente, como a los asalariados con contrato temporal, que se aceleraron notablemente, al crecer un 2,0%, frente al 0,6% del año anterior, mostrando además un perfil trimestral marcadamente ascendente (véase el panel superior derecho del gráfico IV.10). De ello parece deducirse, en primer lugar, que el sistema de bonificaciones en las cotizaciones a la Seguridad Social y los menores costes de despido de los nuevos contratos indefinidos, que ya sostuvieron el crecimiento del empleo indefinido durante el período de menor actividad económica, en los años 2001 y 2002, han seguido ejerciendo una influencia positiva sobre el mismo durante la recuperación de 2003. En segundo lugar, que, como cabía esperar, en la fase de recuperación, a la creación de empleo fijo se ha unido un repunte acusado de la contratación temporal, que podría responder, en parte, a la persistencia de alguna incertidumbre. Como resultado, la ratio de temporalidad se redujo solo ligeramente en 2003, hasta alcanzar al 30,6% de los asalariados, en media anual (0,4 pp menos que en 2002), aunque se mantiene en niveles muy altos, que ponen de manifiesto la necesidad de introducir medidas adicionales que contribuyan a reducir la dualidad del mercado de trabajo. La estadística de contra-

tos del INEM avala este diagnóstico, al mostrar un crecimiento del número total de contratos registrados del 3,4% (frente al 0,9% del año precedente), basado exclusivamente en la recuperación de los contratos temporales (3,9%), puesto que los contratos indefinidos cayeron un 1,0%. Atendiendo a la duración de la jornada, la mayor creación de empleo en 2003 se generalizó tanto para los asalariados a tiempo completo como a tiempo parcial, dando lugar a un ligero aumento de la ratio de parcialidad, hasta el 8,3% del total de asalariados.

Por lo que respecta a la evolución de la oferta de trabajo, la incorporación de la población al mercado laboral mantuvo en 2003 el dinamismo de años precedentes, aunque a un ritmo algo inferior; en concreto, la población activa aumentó un 2,6%, frente al 3% de 2002. Los activos de nacionalidad española crecieron un 1,5%, 0,4 pp por debajo de su aumento en 2002, mientras que la población activa inmigrante se incrementó un 25,9%, 3 pp por encima del crecimiento observado el año anterior, representando en la actualidad el 5,8% del total de la población activa. El dinamismo de la población activa fue resultado del ascenso de la tasa de participación, que se elevó hasta el 55% (1 pp por encima de la observada en 2002); en términos de la ratio calculada para la población menor de 65 años el aumento fue mayor, de 1,4 pp, hasta el 68,5%. El aumento de la participación en el mercado laboral se concentró, principalmente, en el colectivo femenino, para el que la tasa de actividad pasó del 41,8%, en 2002, al 43,3% el pasado año. Esto fue fruto de la tendencia hacia una progresiva incorporación de la mujer al mercado de trabajo, que se viene observando en los últimos años, y que ha sido potenciada mediante incentivos creados por el sistema de bonificaciones para la contratación indefinida de mujeres, así como por otras medidas adoptadas para favorecer la conciliación de la vida laboral y familiar. La tasa de participación masculina, por su parte, registró un avance notablemente inferior, de 5 décimas, quedando situada en el 67,4%.

A pesar de la mayor creación de empleo en 2003, el dinamismo de la población activa hizo que el número de desempleados aumentara ligeramente en ese año, aunque el avance (2,1%) fue notablemente inferior al observado en 2002 (11,4%), según se aprecia en el panel inferior izquierdo del gráfico IV.10. De hecho, en la segunda parte del año, el incremento del número de desempleados fue prácticamente nulo, y en el conjunto del año la tasa de paro se redujo una décima porcentual respecto a 2002, hasta el 11,3%. La evolución del paro registrado en las oficinas del INEM fue similar, con un crecimiento del 2,2% en el conjunto del año, 3,8 pp por debajo del observado en 2002. Por sexos, el colectivo femenino fue el que registró un mejor comportamiento, dado que su tasa de desempleo disminuyó en 4 décimas, hasta el 15,9%, mientras que la tasa de paro de los hombres aumentó 2 décimas, hasta el 8,2%, reduciéndose ligeramente las elevadas diferencias que existen entre ambos colectivos. Por edades, la tasa de desempleo se mantuvo estable entre los más jóvenes (18%), mientras que se produjeron suaves movimientos de signo contrario en los otros dos grupos de edad. Así, la tasa de desempleo se elevó una décima para los individuos de 30 a 44 años (hasta el 9,9%), mientras que se redujo en esa misma cuantía entre los mayores de 45 años, hasta el 7,2%, manteniéndose, por tanto, prácticamente inalteradas las marcadas diferencias que se aprecian en la incidencia del desempleo por grupos de edad.

Finalmente, el peso del desempleo de larga duración sobre el total de parados volvió a descender en 2003, continuando así el proceso de caída tendencial que se viene observando en los últimos años, si bien a un ritmo considerablemente más moderado. En concreto, en el conjunto del año 2003 este tipo de desempleo descendió 0,4 pp, hasta situarse en el 37,1%. Este hecho estaría apuntando la conveniencia de seguir la línea de reformas estructurales del mercado de trabajo llevadas a cabo en los últimos años (en el recuadro IV.2 se realiza una primera valoración de los efectos sobre el mercado laboral de la reforma de las prestaciones por desempleo finalmente aprobada a finales de 2002). Las estimaciones disponibles sobre la

La Ley 45/2002, aprobada en el mes de diciembre de 2002, fijó los términos definitivos de la reforma de las prestaciones por desempleo iniciada en el mes de mayo. El objetivo principal de esta reforma era incentivar el acceso al empleo de los desempleados mejorando la conexión entre la protección por desempleo y la búsqueda de empleo. Para ello, la reforma incluyó una serie de medidas para incrementar la intensidad de búsqueda de empleo por parte de los desempleados, se modificó la normativa sobre el pago de los salarios de tramitación¹ y se introdujeron cambios menores en la protección por desempleo de colectivos específicos². Aunque quizá todavía es demasiado pronto para realizar una valoración sobre el impacto de esta reforma, a continuación se ofrece un resumen de los efectos que se detectan en el funcionamiento del mercado de trabajo.

Los cambios introducidos en la normativa sobre los salarios de tramitación han producido un recorte sensible en los costes de despido me-

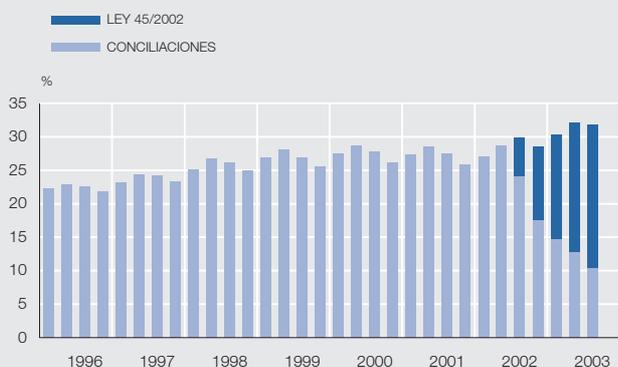
dios a los que se enfrentan las empresas. Los datos disponibles indican que las empresas están utilizando con intensidad la posibilidad de declarar como improcedentes los despidos en las siguientes 48 horas a su notificación, para evitar el pago del salario al trabajador hasta, al menos, la fecha del acto de conciliación. En concreto, la información procedente del INEM sobre las causas de acceso a la prestación por desempleo indica que alrededor de dos terceras partes de las rescisiones de contrato que antes se resolvían en el acto de conciliación son ahora declaradas por las empresas como improcedentes inmediatamente (véase el primer gráfico). Este adelanto supone un ahorro para las empresas de alrededor de un mes de salario, que es el período medio que se estima para la celebración del acto de conciliación tras un despido. Esta disminución en los costes de rescisión de los contratos se produce a costa de asumir inmediatamente el carácter improcedente del cese, y pagar así la indemnización máxima prevista por la ley, 45 días por año trabajado con un máximo de 42 mensualidades³; las empresas parecen inclinarse por esta vía dada la reducida probabilidad de que finalmente los despidos sean considerados procedentes⁴.

Sin embargo, los efectos sobre el funcionamiento del mercado de trabajo del resto de medidas incluidas en esta reforma son, al menos

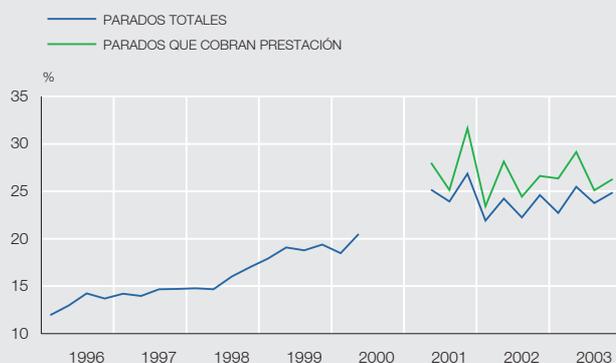
1. Es decir, sobre la obligación de la empresa de pagar el salario correspondiente al trabajador durante el período entre la notificación del despido y su resolución en el acto de conciliación o en el Juzgado de lo Social en los despidos declarados nulos o improcedentes. 2. El Decreto-Ley aprobado en mayo incluía también la progresiva desaparición del sistema vigente de subsidio por desempleo para los trabajadores eventuales agrarios en Andalucía y Extremadura, y su sustitución por un sistema contributivo para todas las comunidades. Sin embargo, el Real-Decreto 426/2003 aprobado en el mes de abril estableció un sistema asistencial para los trabajadores excluidos por la anterior reforma con características similares.

3. Un total de 33 días por año trabajado, con un máximo de 24 mensualidades, en el caso de un contrato de fomento de la contratación indefinida. 4. La información acerca de las resoluciones de los despidos en los Juzgados de lo Social indica que alrededor del 75% se resuelve a favor de los trabajadores.

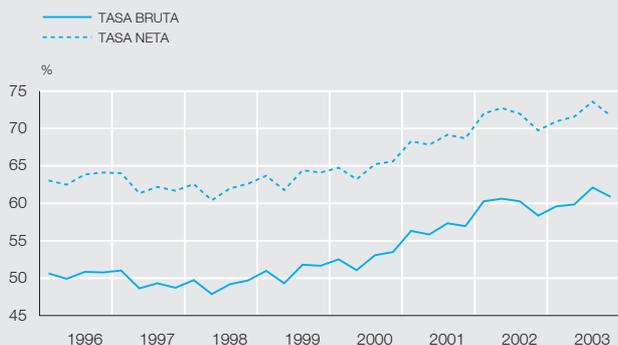
1. PORCENTAJE DE ACCESO AL PARO SEGÚN CAUSA



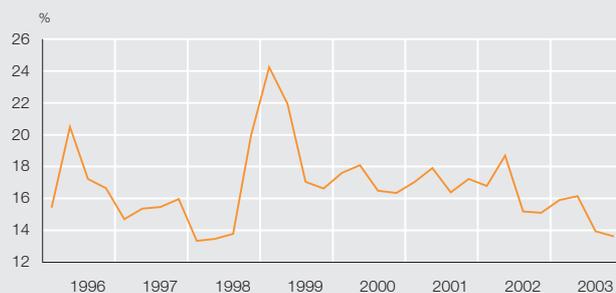
2. FLUJOS DE SALIDA DEL DESEMPLEO HACIA EL EMPLEO (% de desempleados)



3. TASA DE COBERTURA



4. COLOCACIONES GESTIONADAS POR EL INEM



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales y Banco de España.

hasta el momento, menos perceptibles. En primer lugar, las diferentes medidas adoptadas para incrementar los incentivos de los perceptores de las prestaciones por desempleo para aceptar ofertas de empleo, como fueron la obligación de la firma del compromiso de actividad y los cambios en la definición de oferta de empleo adecuado y en el sistema sancionador, no parecen haberse traducido en un incremento en la intensidad de búsqueda de empleo por parte de los desempleados. Al menos, no se detecta un cambio significativo en la evolución de los flujos de salida del desempleo hacia el empleo de los desempleados que cobran prestación por desempleo y, por tanto, potencialmente afectados por los cambios introducidos en esta reforma⁵ (véase el segundo gráfico). Adicionalmente, la actuación del INEM en este aspecto tampoco se ha modificado significativamente, puesto que no se observa una disminución de la tasa de cobertura de las prestaciones por desempleo como resultado de un incremento de las sanciones a los desempleados menos activos en la búsqueda de empleo⁶ (véase el tercer gráfico).

5. Esta información solo está disponible desde 2001, por lo que también se ofrecen los flujos de salida del total de desempleados para observar su evolución histórica. 6. Dado el carácter progresivo de las sanciones que se introdujo con esta reforma, es posible, sin embargo, que los efectos sobre la tasa de cobertura de las prestaciones por desempleo requieran más tiempo para ser percibidos.

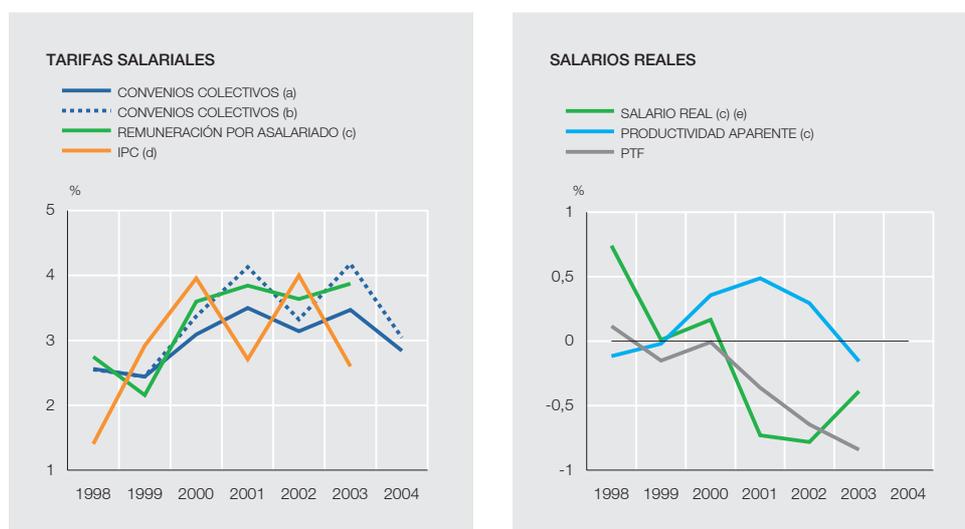
En segundo lugar, la actividad del INEM en su papel como intermediario entre la oferta y la demanda de trabajo tampoco parece haberse visto mejorada en la medida necesaria. Los datos referidos al porcentaje de colocaciones que son gestionadas por el INEM reflejan incluso una leve disminución en los últimos trimestres (véase el cuarto gráfico), señalando la necesidad de que el INEM se configure realmente como un eficaz agente intermediario en el mercado laboral, al que empresas y trabajadores acudan por más razones que las meramente administrativas. En este aspecto, la aprobación de la Ley de Empleo es un paso en la dirección adecuada, en la medida en que define el marco general de la política de empleo, estableciendo como prioridades básicas la reinserción laboral de los desempleados, con más atención hacia los colectivos con especiales dificultades, y determina la distribución de competencias en esta materia entre el Estado y las autonomías. Adicionalmente, en el presupuesto del INEM del año pasado se incrementaron en una cuantía importante las partidas dedicadas a personal e inversiones reales, que deberían continuar y ser dedicadas a mejorar esta gestión intermediadora del INEM. Sin un mayor esfuerzo en este aspecto no resulta probable que el conjunto de medidas adoptadas en esta reforma, dirigidas a incrementar la conexión entre los desempleados y el mercado laboral, pueda conseguir sus objetivos.

NAIRU⁹ para la economía española —una aproximación a la tasa de desempleo estructural— muestran que la secuencia de reformas laborales introducidas desde los años noventa trajo consigo una considerable reducción de dicha tasa, pero que este proceso se habría detenido en el período más reciente (si bien el nuevo recorte de los impuestos directos que recaen sobre la renta, introducido en 2003, debería contribuir a una reducción adicional de la NAIRU). La representación de la curva de Phillips, en el panel inferior derecho del gráfico IV.10, avala este diagnóstico, ya que indica que el incremento del desempleo en 2002 y 2003 no ha dado lugar a menores presiones salariales, mientras que, en la segunda mitad de los años noventa, las reducciones observadas en el desempleo no vinieron acompañadas de mayores presiones salariales.

Respecto a la evolución de los salarios, en 2003 se produjo un aumento en los incrementos salariales pactados en la negociación colectiva, que contrastó con la progresiva caída observada en la tasa de inflación a lo largo del año, como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico IV.11. El incremento salarial medio pactado en los convenios colectivos fue del 3,5%, frente a 3,1% del año anterior, situándose por encima de los márgenes establecidos en el renovado Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva (AINC). Además, a pesar de la reducción de la inflación a lo largo del año, no se observaron diferencias significativas entre el incremento pactado en los convenios plurianuales revisados y en los convenios de nueva firma.

El comportamiento de los salarios pone de manifiesto la elevada inercia nominal que caracteriza el sistema de negociación colectiva en España, que tiende a trasladar con retraso la

9. La NAIRU (siglas inglesas correspondientes a «tasa de paro no aceleradora de la inflación») es el nivel de la tasa de paro para el cual se estima que no hay presiones sobre la oferta de la economía que puedan inducir un aumento de la inflación.



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

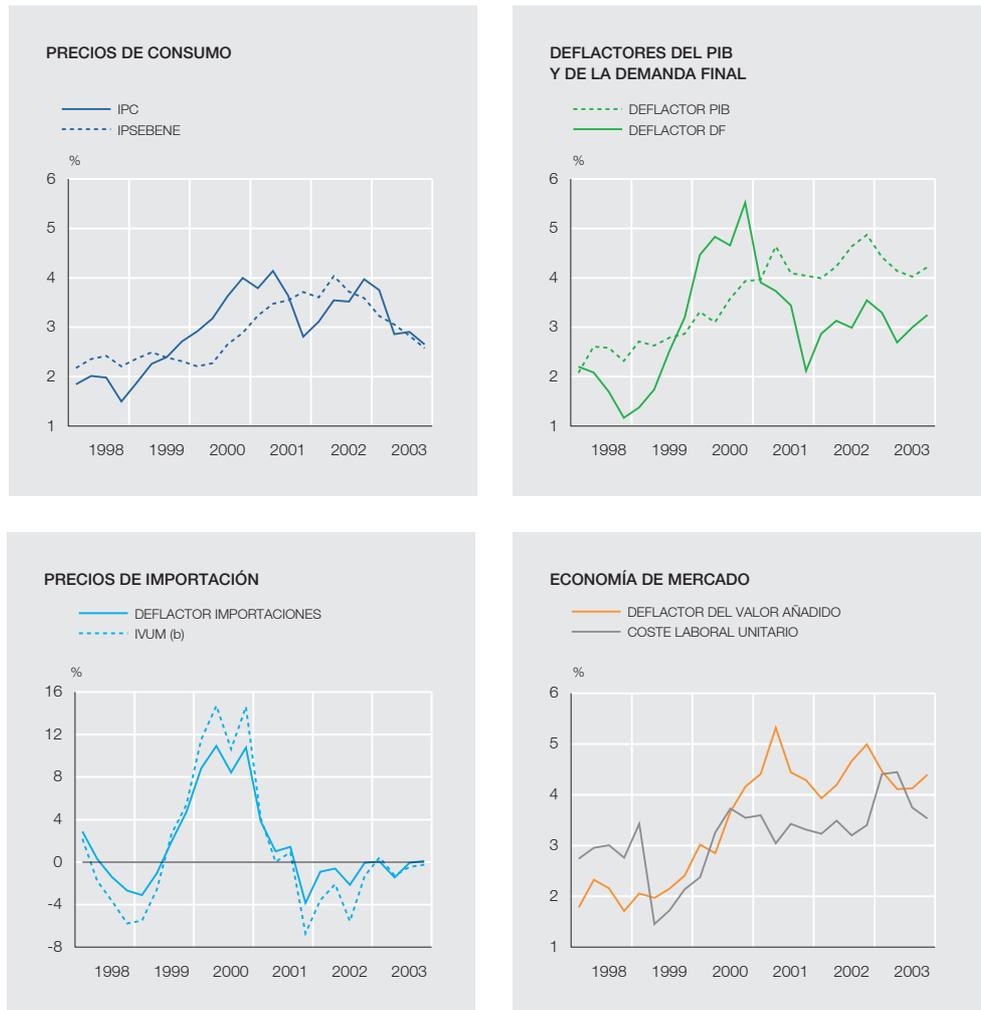
- Sin cláusula de salvaguarda. El dato de 2004 recoge información hasta marzo.
- Incluyendo la cláusula de salvaguarda del año anterior. El dato de 2004 recoge información hasta marzo.
- Economía de mercado.
- Tasa interanual de diciembre.
- Remuneración por asalariado deflactada por el deflactor del valor añadido.

evolución de los precios a la de los salarios. Esta inercia se incrementa cuando se tiene en cuenta el efecto de las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación. En 2003, se activaron las cláusulas derivadas de la desviación de la inflación en 2002, lo que supuso un incremento salarial adicional de 0,7 pp. El mejor comportamiento relativo de los precios en 2003, que dio lugar a una desviación de la inflación respecto del objetivo oficial a final de año de 0,6 pp, llevará a una revisión al alza de los salarios, por este motivo, notablemente inferior en 2004, en torno a 0,2 pp. La renovación del AINC para este año, acordada por los agentes sociales, supone la continuidad del procedimiento de determinación salarial, lo que, junto con la esperada disminución de la inflación, proporciona un apoyo importante para el retorno a una senda de mayor moderación salarial. No obstante, aunque pueda presentar algunas ventajas momentos de caída de la inflación observada, el sistema actual de negociación carece de la flexibilidad necesaria para dotar a la economía española de un mecanismo eficiente de ajuste ante distintas perturbaciones económicas. Por ello, resulta preciso abordar una reforma del sistema de negociación colectiva que permita una mayor relación entre los incrementos salariales y las condiciones específicas de las empresas y de los trabajadores.

Dado el comportamiento de los salarios, la remuneración por asalariado de la CNTR aumentó ligeramente su ritmo de crecimiento en 2003, hasta el 4,2% para el total de la economía y el 3,9% en la economía de mercado. Sin embargo, la remuneración por asalariado en términos reales, calculada con el deflactor del valor añadido, volvió a reducirse en la economía de mercado, como se muestra en el panel derecho del gráfico IV.11. El descenso de la remuneración en términos reales, debido al notable crecimiento del deflactor, es, sin duda, uno de los factores que han respaldado el buen comportamiento del empleo a lo largo del último ciclo económico.

5 Los costes y los precios

Como se puede apreciar en el panel superior izquierdo del gráfico IV.12, en el año 2003 se produjo una notable reducción del ritmo de crecimiento del índice de precios al consumo, que continuó en los primeros meses de 2004. En el promedio del pasado año, el IPC registró una tasa de variación del 3,0%, cinco décimas por debajo de la observada el año anterior.



FUENTES: INE y Banco de España.

- a. Tasas de crecimiento interanuales.
- b. Índices de valor unitario de las importaciones de mercancías.

A lo largo del año, el recorte de la inflación fue mucho más acusado, al pasar de cifras en el entorno del 4,0%, a finales del año 2002, a una tasa del 2,6% en el mes de diciembre de 2003. A esta reducción contribuyó, por un lado, el descuento de algunos efectos alcistas de carácter transitorio, que tuvieron su origen en el año 2002, entre ellos, los derivados del proceso de cambio al euro, del incremento de algunos impuestos indirectos, y de los aumentos en determinados precios administrados. Por otro lado, se produjo una nueva reducción de los precios de importación, como consecuencia de la acusada apreciación del euro frente al dólar y, en mucha menor medida, de la evolución moderada de los precios de exportación de nuestros principales socios comerciales.

Por componentes, la reducción del ritmo de crecimiento del IPC a lo largo del año fue generalizada, destacando la evolución de los precios de la energía, especialmente favorecidos por la trayectoria del euro y la corrección de la cotización del crudo en los mercados internacionales, dado que tradicionalmente presentan un elevado grado de traslación. El IPSEBENE, que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, cerró el ejercicio 2003 con un crecimiento del 2,5%, frente a las tasas algo superiores al 3,5% alcanzadas a finales de 2002; en el período transcurrido de 2004, el IPSEBENE ha mantenido ritmos de variación en torno a los de finales de 2003.

Dentro del IPSEBENE, los precios de los servicios, que fueron los que menos se desaceleraron, registraron en diciembre de 2003 un ritmo de variación del 3,6%. Su recorte reflejó, en buena medida, el descuento de los efectos alcistas de la introducción física del euro, que fueron particularmente intensos en algunos servicios —como los de restaurantes y bares—, y que compensaron el comportamiento contrario de los precios de otros servicios, como los telefónicos, que moderaron sustancialmente su ritmo de caída, o los del transporte aéreo, que se aceleraron en la última parte del año. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos se desaceleraron intensamente en el segundo semestre del año, en un contexto de abaratamiento de los precios de los productos importados y de cierta moderación de los precios de producción domésticos. La moderación fue especialmente marcada en los componentes de prendas de vestir y calzado y, en menor medida, de automóviles, mientras que las abultadas reducciones de los precios de los equipos de imagen y sonido, fotográficos y cinematográficos e informáticos se intensificaron conforme avanzaba el año. Por último, los precios de los alimentos elaborados, favorecidos igualmente por la evolución de los precios de los productos importados, se moderaron; su avance interanual al final de 2003 se situó en el 2,7%, un punto porcentual por debajo de la cifra de enero de ese mismo año, reflejando, en parte, el descuento de los incrementos del precio del tabaco en 2002.

Entre los componentes del IPC no incluidos en el IPSEBENE, los precios energéticos moderaron sustancialmente su ritmo de variación, desde el 5,5% en enero al -0,1% en diciembre de 2003. Este resultado fue debido, únicamente, a la evolución de los precios de los derivados del petróleo, ya que el precio de la energía eléctrica se incrementó por primera vez en los últimos años, en el contexto de un nuevo marco tarifario. Por su parte, los precios de los alimentos no elaborados mantuvieron un crecimiento del 6,0% en el promedio de 2003, cifra condicionada por el avance del 11,6% de los precios de las frutas.

En los primeros meses de 2004, la evolución de los precios energéticos ha sufrido un cambio de dirección, como consecuencia del encarecimiento del petróleo. En el primer trimestre, este efecto se vio parcialmente compensado por la apreciación del euro; además, las subidas del petróleo del comienzo de 2003 favorecieron que tanto las tasas interanuales del componente energético como las del IPC general continuarán descendiendo, situándose esta última en el 2,1% en el mes de marzo. Posteriormente, el recrudecimiento de las subidas del petróleo y la mayor estabilidad del euro, a los que se sumaron las tensiones renovadas de algunos precios alimenticios y la comparación con la notable moderación de precios ocurrida en la primavera de 2003, han derivado en un repunte significativo de la tasa interanual del IPC, que se situó en el 2,7% en abril de 2004.

A diferencia de los precios al consumo, el crecimiento del deflactor de la demanda final se mantuvo estabilizado en 2003, registrando un ritmo de avance del 3,1% en el promedio del año (véase panel superior derecho del gráfico IV.12). La evolución de los precios finales fue reflejo de la dispar trayectoria de sus componentes. El deflactor del consumo privado recortó cuatro décimas su ritmo de avance respecto al año anterior, en línea con el IPC. Este deflactor ha venido creciendo en los últimos años por debajo del deflactor del PIB, debido a la moderación de los precios de importación y a la elevada inflación en el sector de la construcción, que afecta al PIB pero no al consumo. Por su parte, el deflactor de la formación bruta de capital avanzó un 5,3%, frente al 4,5% de 2002, mientras que los precios de exportación se mantuvieron estables en un moderado 1,0%. Este crecimiento ocultó una evolución diferencial de los precios de exportación a los países de la Unión Europea y al resto del mundo, ya que los primeros aumentaron moderadamente, en línea con los precios de estos socios comerciales, mientras que los segundos acusaron un notable recorte, asociado a la apreciación del euro frente al dólar. Dentro de la formación bruta de capital, el deflactor de la construcción se

aceleró de nuevo, arrastrado por las subidas de los precios de la vivienda. Por su parte, los precios de los bienes de equipo mostraron un incremento del 2,0%, a pesar de la acusada caída de los precios de importación de este tipo de bienes.

El deflactor de las importaciones volvió a reducirse, si bien en menor medida que el año anterior, registrando una caída del 0,3%, en el promedio de 2003 (véase panel inferior izquierdo del gráfico IV.12). La notable apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar favoreció el recorte de los precios de los bienes procedentes de fuera de la UE, y los precios de importación de los productos de los mercados comunitarios mantuvieron un avance muy reducido. En el promedio del año, el descenso más acusado correspondió a los precios de los bienes de equipo.

El componente doméstico de la inflación, aproximado por la evolución del deflactor del PIB, se desaceleró moderadamente, registrando un crecimiento del 4,2% en el promedio de 2003, dos décimas por debajo del año precedente. Esta modesta desaceleración fue consecuencia tanto de la ligera pérdida de dinamismo del deflactor de los servicios no orientados al mercado, impulsado por la evolución de la remuneración de asalariados del sector público, como del comportamiento que registraron los precios de la economía de mercado —que crecieron un 4,3%— y, en particular, los de la rama de servicios de mercado, en la que se produjo una disminución de los márgenes unitarios. Por su parte, los impuestos netos por unidad de producto volvieron a registrar un crecimiento abultado (8,6% en el promedio del año), a pesar de la ausencia de cambios en la imposición indirecta en el año 2003.

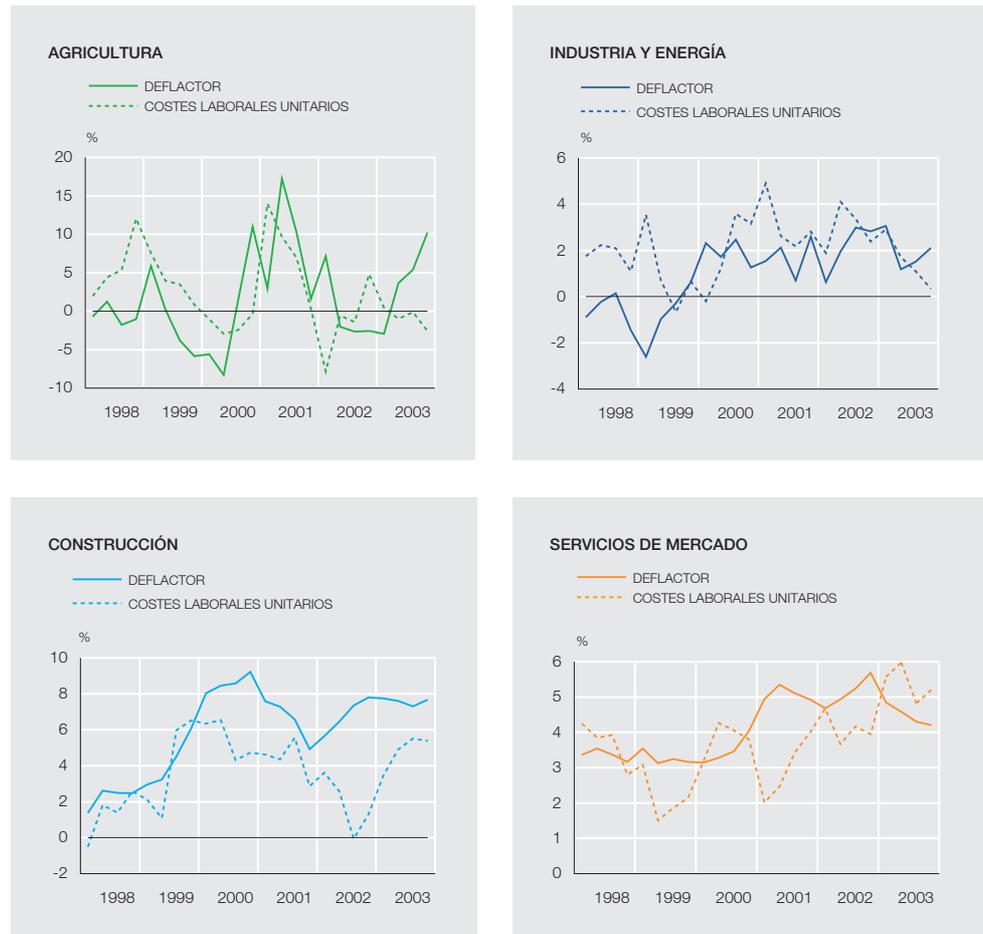
Como se puede apreciar en el panel inferior derecho del gráfico IV.12, la desaceleración del deflactor del valor añadido en la economía de mercado fue compatible con una aceleración de los costes laborales unitarios, impulsados por la acusada caída de la productividad aparente y, en menor medida, por el aumento de la remuneración por ocupado. Dentro del año, en el primer trimestre los costes laborales unitarios acentuaron su tasa de avance, mientras que en los trimestres restantes la fueron moderando de forma progresiva. En conjunto, la evolución del deflactor y de los costes determinó una nueva ampliación de los márgenes de explotación en 2003, aunque más modesta que la del ejercicio anterior, lo que cabe relacionar tanto con la menor pujanza de la demanda de la economía de mercado, como con la apreciación del tipo de cambio del euro. Como se analiza en el siguiente apartado, por ramas de actividad la ampliación de los márgenes fue bastante generalizada, con la excepción de los servicios de mercado.

5.1 LOS COSTES Y LOS PRECIOS: LAS RAMAS PRODUCTIVAS

Como se acaba de indicar, durante el año 2003 el margen unitario de explotación se amplió de forma más moderada que en el año precedente, siendo este comportamiento generalizado en las distintas ramas de actividad, con la excepción de los servicios de mercado, donde se observó una caída del margen, y de la industria, donde se mantuvo estable.

Como se observa en el cuerpo superior izquierdo del gráfico IV.13, en las actividades primarias, el deflactor del valor añadido experimentó una marcada aceleración, hasta situar su tasa de crecimiento en el 4,1% (-0,3% en el año anterior), probablemente como consecuencia de factores específicos de oferta. Este hecho, junto con la continuación de la caída del coste laboral unitario, derivada de la evolución de la remuneración por ocupado, hizo que el margen unitario se ampliara de forma muy significativa en el año 2003. Asimismo, aunque la productividad aparente del factor trabajo continuó creciendo a ritmos elevados, se desaceleró a lo largo del año. Esto no es sino el reflejo del agotamiento del proceso de fuerte reducción de empleo en el sector de los últimos años.

En el año 2003 se produjo un comportamiento claramente diferenciado entre la rama de industria y la de energía. En la industria, el deflactor del valor añadido experimentó un crecien-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

to del 1,3%, 0,4 pp menos que en el año 2002. A pesar de ello, los márgenes se mantuvieron estabilizados, rompiendo con la tendencia a la disminución que se observaba desde 1999. Esto fue consecuencia de la considerable desaceleración registrada por los costes laborales unitarios, ante las ganancias de la productividad aparente del trabajo que se derivaron de la fuerte pérdida de puestos de trabajo observada en la industria en 2003. Alternativamente, si se utiliza una medida más adecuada del margen de explotación, que tenga en cuenta el coste de uso del capital —tal y como se indica en el recuadro IV.3—, se observa un aumento moderado de márgenes a partir del año 2002, después de la fuerte corrección que tuvieron en 2001. Sin embargo, dicho aumento no fue generalizado en todas las subramas industriales: en concreto, en las de textil y plásticos se registraron importantes caídas.

En la rama de energía, el deflactor del valor añadido experimentó una aceleración, hasta alcanzar un crecimiento del 5,2% en 2003. El coste laboral unitario creció de forma significativa como consecuencia de la fuerte aceleración de la remuneración por ocupado, mientras que se produjeron importantes ganancias de productividad como consecuencia de la destrucción de empleo. A pesar de ello, el margen de explotación unitario se expandió, ya que la aceleración de los costes laborales unitarios fue menor que la del deflactor del VAB.

En la rama de la construcción, el deflactor del valor añadido siguió acelerándose de forma significativa, hasta alcanzar una tasa del 7,6%, ya que la fortaleza de la demanda ha hecho

El margen empresarial —o *mark-up*— suele aproximarse a través del margen unitario de explotación, es decir, la participación del excedente de explotación en el valor añadido nominal. Según la Contabilidad Nacional, el margen unitario de explotación de la industria española ha estado disminuyendo de forma continuada entre 1995 y 2002 (véase el primer gráfico), mientras que el empleo registraba un ritmo de crecimiento apreciable durante la mayor parte de ese período. El proceso de caída de los márgenes industriales ha tendido a frenarse en 2003, como consecuencia del ajuste inducido a través del empleo, que se redujo un 1,1%.

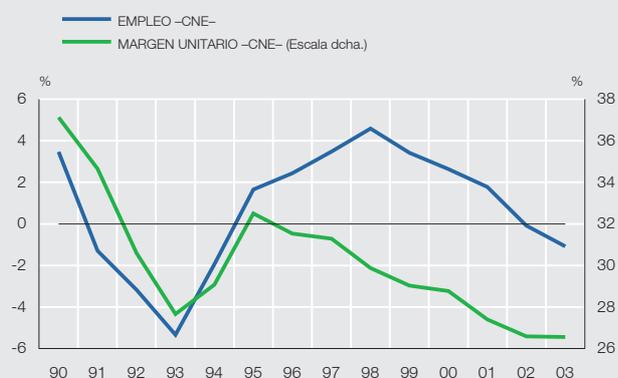
Para valorar estos resultados hay que tener en cuenta que el margen unitario de la CN es una medida incompleta del *mark-up*, ya que no descuenta el coste derivado del uso del capital. Cuando los márgenes se aproximan teniendo en cuenta este componente de los costes, los resultados de la segunda mitad de los años noventa son muy distintos: con ciertas oscilaciones, el *mark-up* de la industria habría tendido a expandirse, alcanzando un máximo en el año 2000. La suave ampliación del *mark-up* en esos años —en contraste con la aproximación de la CN— se explica, precisamente, por la moderación experimentada por el coste del capital, consecuencia de las importantes reducciones de los tipos de interés de ese período. No obstante, la tendencia al recorte del coste de uso del capital se quebró en 2001, año en el que se produjo un repunte significativo del tipo de interés real aplicable a la inversión, ante el aumento registrado

en las primas de riesgo. La recuperación del margen observada a partir de 2002 ha sido moderada. La estimación del *mark-up* a partir de los datos de la Central de Balances del Banco de España confirma esta aproximación más completa a la valoración de los márgenes industriales (véase el segundo gráfico), si bien la caída del año 2001 habría sido más suave.

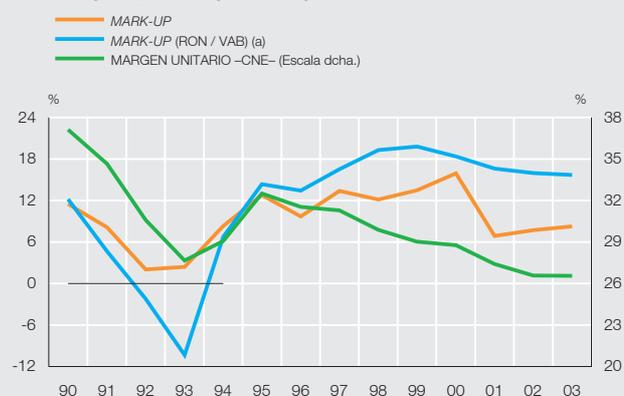
Esta evolución del *mark-up* industrial explicaría la aparente contradicción que existe entre un proceso continuado de caída del margen unitario y el elevado dinamismo del empleo, como el que tuvo lugar entre 1995 y 2001. El aumento del empleo industrial en ese período, que alcanzó una media cercana al 3% anual —véase el tercer gráfico— resulta coherente con la evolución de los márgenes si estos se ajustan por el comportamiento del coste de uso de capital. Cuando, en el año 2001, se interrumpe el proceso de abaratamiento del capital, el *mark-up* se contrae apreciablemente, pero este resultado tiende a moderarse en los años posteriores a través de un proceso continuado de descenso del empleo industrial, que, en el último trimestre del pasado año, registró una caída del 2,5%.

El análisis desagregado que se recoge en la tabla adjunta muestra un comportamiento bastante uniforme de los márgenes entre las distintas ramas industriales. La caída de márgenes que se produjo a finales de los años ochenta y principios de los años noventa y la

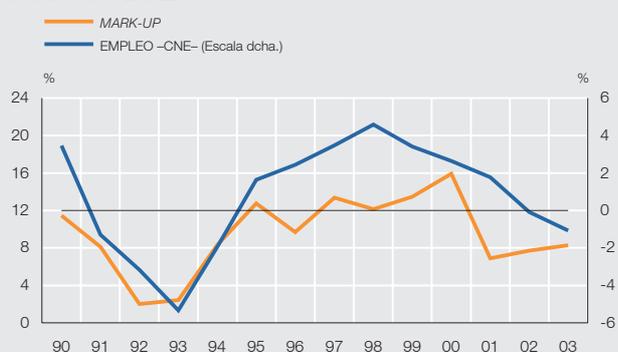
1. CNE: MARGEN UNITARIO Y EMPLEO



2. MEDIDAS ALTERNATIVAS DEL MARGEN



3. MARK-UP Y EMPLEO



4. VARIACIONES DEL MARK-UP EN LAS DISTINTAS RAMAS DE ACTIVIDAD POR SUBPERÍODOS

	00-95	01-00	03-01	X/P
Metales	3,1	-15,3	0,2	20,5
No metales	8,8	-12,0	0,6	18,4
Química	6,5	-12,0	5,4	31,0
Maquinaria	2,0	-7,3	-1,5	43,6
Material transporte	6,1	-10,2	-2,3	59,0
Alimentos	0,3	-7,1	4,7	13,1
Textil	-1,3	-13,2	-11,0	25,2
Otros	3,9	0,2	6,0	15,6
Papel	2,9	-6,0	7,3	11,4
Plásticos	4,6	-5,4	-4,7	29,2
TOTAL	3,2	-9,0	1,4	28,2

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. *Mark-up* calculado con datos de la CBBE como el ratio entre el resultado ordinario neto y el VAB nominal. El dato de 2003 es una proyección realizada a partir de la Central de Balances Trimestral.

recuperación de la segunda mitad de la década de los noventa se dieron en todas las ramas industriales, con excepción de la industria alimenticia, donde la disminución fue continua. Sin embargo, la moderada recuperación de márgenes experimentada en los años 2002 y 2003 ha sido menos generalizada: únicamente se ha producido en seis de las diez ramas industriales. En cuatro de ellas, los avances han sido muy significativos, mientras que en las otras dos se ha producido una mayor estabilidad. En las restantes, que en su

mayoría son las más exportadoras (como muestra la última columna del cuadro), y por tanto las más abiertas a la competencia exterior, los márgenes han tendido a comprimirse. Cabe destacar el comportamiento negativo de la rama textil, gravemente afectada tanto por el proceso de deslocalización de la producción industrial como por la depreciación del euro de los últimos años, y el de material de transporte, sectores, ambos, sometidos a una fuerte competencia internacional.

que la actividad se mantenga por encima de su nivel potencial. Este hecho permitió que el margen unitario de explotación aumentara apreciablemente por quinto año consecutivo, aunque de forma menos acusada que en 2002, a pesar de la fuerte aceleración de los costes laborales unitarios. Estos elevaron su dinamismo debido al fuerte crecimiento de la remuneración por ocupado, que también acusa la presión de la demanda, y a la contracción de la productividad aparente del trabajo, asociada a la fase en la que se encuentran la mayoría de las obras.

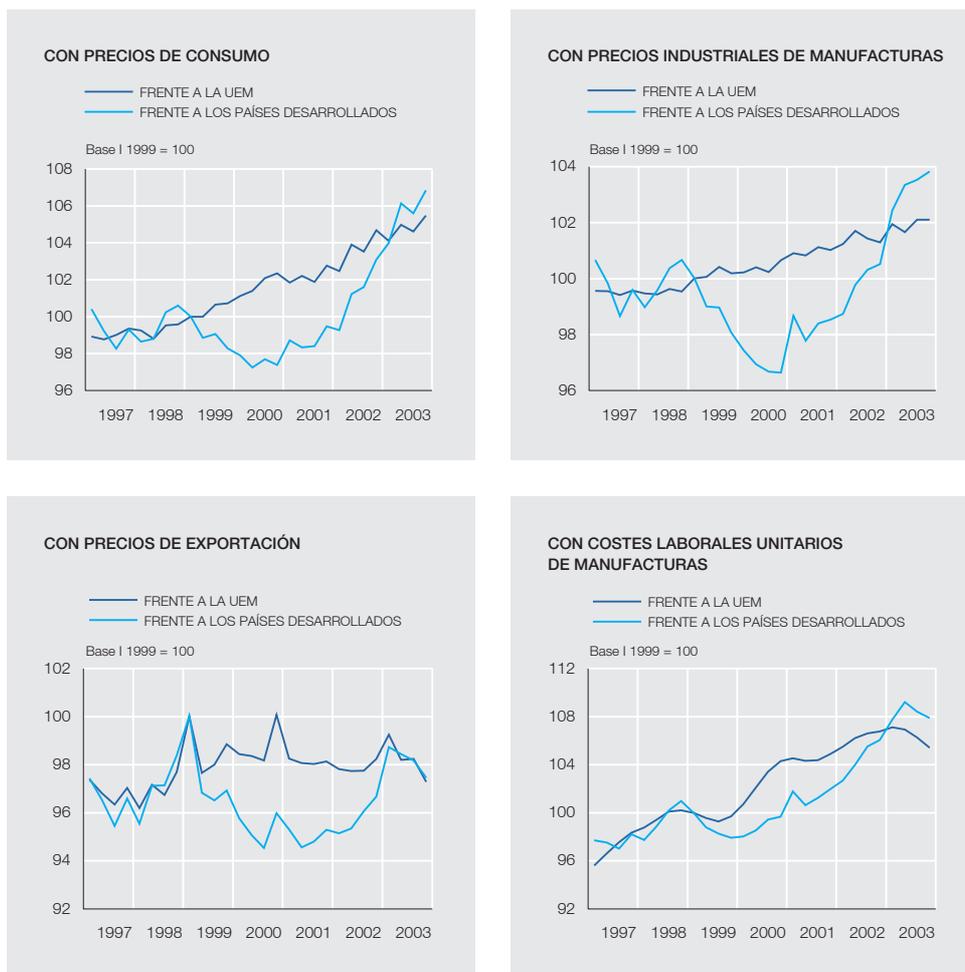
En los servicios de mercado el deflactor creció de forma significativa, aunque más moderada que en años anteriores. Este hecho, junto con una fuerte subida del coste laboral unitario, produjo una caída del margen de explotación por primera vez desde el año 2000. Los costes laborales unitarios aumentaron por la combinación del mayor crecimiento de la remuneración por asalariado y las pérdidas de productividad aparente del trabajo.

6 La competitividad

Como se ha comentado en el capítulo de rasgos básicos, en un contexto de creciente globalización y competencia, la sostenibilidad del proceso de convergencia real en el que se haya inmersa la economía española depende, entre otras cosas, de su capacidad para impulsar y fortalecer su posición competitiva. En ella influyen elementos más coyunturales, como los diferenciales de inflación frente a nuestros principales socios comerciales, y factores de naturaleza más estructural, como los procesos de cambio de la estructura productiva y comercial.

En cuanto al primer tipo de factores, en 2003 los indicadores de competitividad frente a la zona del euro mostraron, en general, pérdidas de competitividad, reflejo del diferencial de inflación que la economía española mantiene con esta zona (véase gráfico IV.14). Así, aunque el índice elaborado con los precios relativos de consumo suavizó su tendencia alcista en el año 2003, debido básicamente a una atenuación del ritmo expansivo del componente de servicios, se ha seguido produciendo una erosión de la competitividad, que, cuando se acumula con las registradas desde la introducción del euro, se cifra en un 6%. La evolución de los índices de precios relativos de manufacturas y de exportaciones desde el año 1999 ha sido más contenida; de hecho, el índice relativo de precios de exportación ha acumulado una ligera ventaja favorable a España. Durante el año 2003, los índices de costes laborales unitarios también evolucionaron de modo divergente: mientras que el referido a las manufacturas estabilizó su comportamiento, lo que se tradujo en un recorte del 1,6% del diferencial de inflación acumulado desde 1999, el calculado para el conjunto de la economía acentuó su perfil alcista. En este resultado incidió una ampliación del diferencial de crecimiento de la remuneración por asalariado, no contrarrestada por la discreta mejora relativa de la productividad aparente del trabajo.

Los indicadores de competitividad elaborados frente a países desarrollados no pertenecientes a la zona euro mostraron una pérdida notable y generalizada de competitividad en el año



FUENTE: Banco de España.

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

2003, como consecuencia de la apreciación del euro. La apreciación del componente nominal —superior al 10%— se sumó a la que, con carácter más modesto, había experimentado en los dos años precedentes, de forma que, en conjunto, se anularon las ganancias de competitividad alcanzadas desde la introducción del euro. Al comportamiento del tipo de cambio se añadió el aumento de los índices de precios y costes relativos —con la excepción del índice elaborado con precios de exportación—, que, no obstante, atenuaron su tendencia alcista. Como se ha señalado, el indicador de competitividad elaborado con precios de exportaciones tuvo el comportamiento más moderado, mientras que el de precios industriales evolucionó como el componente nominal.

Ya se ha señalado que el paulatino deterioro de la competitividad de la economía española vía precios y costes no se ha manifestado en los resultados del comercio exterior, cuyos flujos en el año 2003 experimentaron un mayor crecimiento que el de sus mercados. Ello también se reflejó en el comportamiento del indicador de apertura de la economía española (65%), que siguió acortando la brecha con la zona del euro (75%). No obstante, en el año 2003 el déficit exterior de la balanza de bienes y servicios aumentó notablemente, como se aprecia en los datos de la Contabilidad Nacional, que lo sitúan en un 3,5% del PIB real, nueve décimas superior al del año precedente. A su vez, según los datos de aduanas, el déficit comercial de bienes fue del 7,8% del PIB real.

	MEDIA 93-98	1999	2000	2001	2002	2003
ESPAÑA						
1. Márgenes de exportación (1.1/1.2=2x3)	0,9	-2,7	2,3	-1,2	-1,7	-3,5
1.1. Precios de exportación de manufacturas	2,9	-1,5	4,8	2,7	1,1	-2,2
1.2. Costes laborales unitarios en la industria	2,0	1,2	2,4	4,0	2,9	1,4
1.2.1. Remuneración por asalariado	3,6	2,0	3,6	4,1	3,7	3,8
1.2.2. Productividad por ocupado	1,5	0,7	1,2	0,2	0,8	2,4
2. Rentabilidad relativa de las exportaciones (a)	0,2	-1,5	2,7	0,7	-0,6	-3,5
3. Margen unitario en las manufacturas (b)	0,6	-1,2	-0,4	-1,9	-1,1	0,0
COMPARACIÓN ESPAÑA/UE						
4. Márgenes relativos de exportación frente a la UE (4.1/4.2)	-0,2	-0,8	-2,0	-1,0	-0,3	-1,0
4.1. Precios de exportación de manufacturas relativos	2,1	-0,8	1,0	0,6	1,1	-0,9
4.2. Costes laborales unitarios en la industria relativos	2,3	0,1	3,0	1,6	1,4	0,1

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

- a. Deflactor de exportaciones de manufacturas en relación con el deflactor del VAB en la industria.
b. Inversa de la participación de los asalariados en el VAB industrial.

De hecho, el dinamismo de los flujos de comercio se tradujo en un impulso alcista tanto de la participación de las exportaciones de productos españoles en los mercados internacionales como en la penetración de las importaciones en el mercado nacional. En concreto, las cuotas de exportación, en términos nominales, y valorando el crecimiento de los mercados en euros, se incrementaron hasta niveles del 2,1% y del 4,2%, frente al mundo y al área del euro, respectivamente. En términos reales, la participación de las exportaciones en los mercados retornó a los niveles del año 1999, en torno a los que viene oscilando en los últimos años. Por su parte, la ratio de penetración de las importaciones, medida como el volumen de importaciones de bienes y servicios —o de bienes—, en términos de PIB real, aumentó en el año 2003 hasta el 25,5 —o el 21,3%—, tras el estancamiento, o ligero retroceso, que había experimentado en los dos años precedentes.

Como se señaló en la sección 2, el comportamiento relativamente favorable de las exportaciones españolas en 2003 se explica, en parte, por la contención de los precios de exportación, que, en un contexto de fuerte apreciación del euro, ha derivado en una contracción de los márgenes de exportación. Como ilustra el cuadro IV.2, el margen unitario de las industrias manufactureras españolas tendió a estabilizarse en 2003, tras sucesivas caídas en años anteriores, fruto de la moderación de los costes laborales por unidad de producto que produjo el ajuste del empleo en ese año. No obstante, el sustantivo deterioro de la rentabilidad relativa de las exportaciones, medida por el diferencial de crecimiento entre los precios de exportación y el deflactor del valor añadido de la industria, hizo que el margen de exportación cayera fuertemente también en 2003. La contracción de los márgenes de exportación en España continuó siendo mayor que en el promedio de los países comunitarios.

Por otra parte, cuando se atiende a consideraciones relativas a la capacidad de la economía para incrementar su eficiencia y bienestar en el largo plazo, se aprecia que durante los últimos años la evolución de la competitividad ha estado condicionada por el moderado crecimiento de la productividad aparente del trabajo. Esta debilidad refleja, sin duda, la intensidad en la creación de empleo que ha caracterizado el actual ciclo expansivo y que ha permitido reducir de manera significativa la tasa de desempleo. Sin embargo, el hecho de que la productividad total de los factores muestre también un crecimiento muy moderado denota un avance insu-

	1995		2003		ÚLTIMO DATO
	ESP	ESP / UE	ESP	ESP / UE	
PIB PER CÁPITA Y COMPONENTES					
PIB per cápita (a)	14,0	79,0	21,2	87,4	2003
Pob. 16-64 / Pob. total	68,1	102,2	68,3	103,0	2003
Tasa de empleo (b)	50,8	80,8	59,7	88,6	2003
Productividad del trabajo (c)	40,4	95,7	42,8	93,5	2003
PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES Y STOCK DE CAPITAL					
PTF (d)	100,0	100,0	102,3	96,7	2003
Stock de capital total / Empleo	119,7	90,5	129,9	90,7	2003
Capital tecnológico / PIB	6,4	43,0	6,2	40,8	1999
Capital humano / Pob. 16-64	32,3	66,9	36,3	71,7	1999
OTROS INDICADORES COMPLEMENTARIOS					
Gasto en I+D / PIB	0,8	41,8	1,0	47,9	2001
VAB ramas TIC (e)	3,7	77,7	4,0	70,1	2001
Gasto per cápita TIC (f)	448,9	56,8	1.034,5	70,2	2003
Gasto público educación / PIB	4,7	90,1	4,4	87,9	2001
Pob. edad de trabajar con estudios superiores / Pob. total	29,5	53,2	41,6	64,4	2002

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

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

ficiente en cuanto a la mejora del capital humano y a la incorporación del progreso técnico en los procesos productivos (véase cuadro IV.3).

La economía española ha realizado avances tanto en lo que se refiere a la mejora del capital humano como al desarrollo de la innovación. Sin embargo, la distancia que nos separa de la UE es aún considerable, poniendo de relieve el esfuerzo que todavía hay que realizar para alcanzar los objetivos establecidos en la Cumbre de Lisboa en torno al incremento de la productividad. Esta debilidad relativa resulta muy significativa en el ámbito de la innovación —aproximada a través del gasto en I+D—, donde la brecha con la UE es aún notable en la mayoría de las industrias y, muy especialmente, en aquellas con mayores requerimientos tecnológicos (véase recuadro IV.4), lo que contribuye a explicar la menor capacidad de la economía española para mejorar la calidad de los productos e impulsar una especialización creciente de la estructura industrial en aquellos productos de mayor valor añadido y cuya demanda presenta mayor crecimiento en los mercados internacionales.

Entre los factores que inciden en la posición competitiva de la economía española más a medio plazo, la ampliación de la UE constituye un hecho de singular importancia. Junto con el proceso de integración europea, la ampliación de la UE tendrá como resultado una intensificación de la competencia y constituirá un nuevo reto para la capacidad de competir de las industrias españolas. El lento proceso de adecuación de las estructuras productivas y comerciales hacia el modelo europeo, junto con el menor avance relativo en la incorporación de las nuevas tecnologías —tanto en las industrias de manufacturas como en las de servicios—, podría estar limitando el propio potencial de crecimiento de la economía española (véase gráfico IV.15). En este sentido, el comportamiento competitivo del sector turístico merece una

La innovación tecnológica es un proceso complejo, cuyo éxito depende de los recursos financieros empleados, de la existencia de una dotación de capital humano adecuada y de un entorno que permita la difusión y la adquisición del conocimiento. La actividad en investigación y desarrollo (I+D) es una de las más importantes del proceso innovador y, además, es la que tiene una incidencia más directa sobre la productividad de los factores¹. La información desagregada sobre gasto en I+D en España y en el conjunto de países de la UE —uno de los escasos indicadores disponibles sobre estas materias— permite, por tanto, profundizar en algunas características sectoriales del acusado desfase innovador que existe entre la economía española y los países de nuestro entorno.

En particular, en este recuadro se trata de analizar en que medida este diferencial se explica por una menor intensidad del gasto en I+D de las

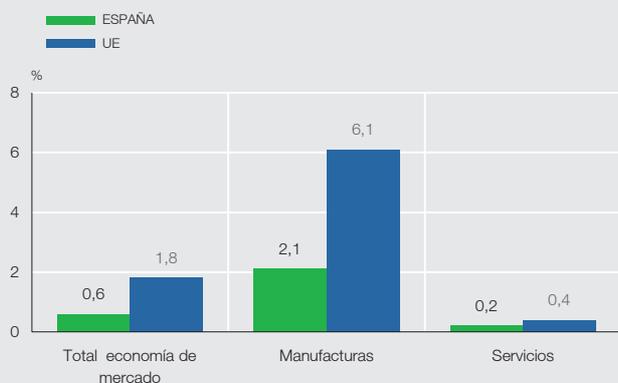
distintas industrias (efecto gasto), o si es que el patrón de especialización productiva de la economía española favorece, por su distinto grado de contenido tecnológico, esas diferencias (efecto estructura). La respuesta es relevante, ya que ambos factores tienen implicaciones distintas sobre el proceso de convergencia que se ha de seguir para alcanzar los niveles de gasto en I+D europeos y los objetivos establecidos en la Cumbre de Lisboa en torno a esta variable.

En el primer gráfico se presentan los niveles de gasto interno en I+D de las dos grandes ramas de actividad de la economía de mercado, en porcentaje de su valor añadido, tanto para la economía española como para el promedio de la UE. Las cifras se refieren a 1999, último año con información sectorial disponible —si bien no cabe esperar que los resultados se hayan modificado sustancialmente en los años más recientes—. Como se puede apreciar, el gasto en I+D de la economía española presenta niveles más reducidos que el promedio de la UE, tanto en los servicios de mercado como en las manufacturas, si bien en este último caso las diferencias son más significativas, contribuyendo a explicar casi en su totalidad la brecha existente a nivel agregado.

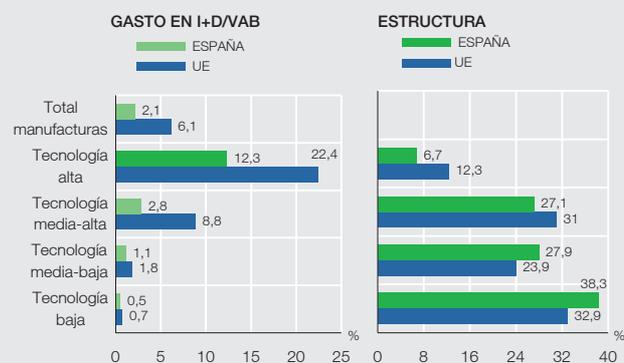
Los distintos sectores de manufacturas se han agrupado de acuerdo con la clasificación de actividades por intensidad tecnológica que

1. En particular, la innovación incorpora también los gastos en diseño e ingeniería industrial, los de comercialización de nuevos productos y los de adquisición de tecnologías materiales e inmateriales. De hecho, según las cifras de la Encuesta de Innovación Tecnológica elaborada por el INE para el año 2002, los gastos internos en I+D representan algo más de un tercio (34,8%) del total de gasto en actividades para la innovación realizado por las empresas españolas, en tanto que la adquisición de maquinaria y equipo y el resto de las actividades representarían un 32,5% y un 32,7%, respectivamente.

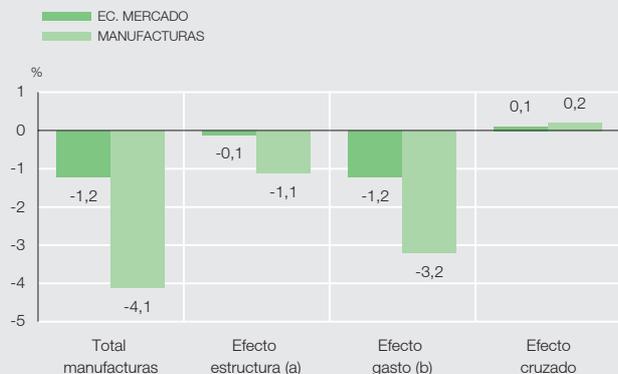
1. GASTO EN I+D SOBRE VALOR AÑADIDO. COMPARACIÓN ESPAÑA-UE



2. GASTO SOBRE VALOR AÑADIDO Y ESTRUCTURA POR INTENSIDAD TECNOLÓGICA EN 1999. ESPAÑA-UE



3. DIFERENCIAL DE GASTO EN I+D ESPAÑA-UE. COMPONENTES



FUENTE: Banco de España.

a. Diferencial obtenido a partir de un gasto agregado para España, suponiendo un gasto en I+D por ramas igual que en la UE.
 b. Diferencial obtenido a partir de un gasto agregado para España, suponiendo la misma estructura de valor añadido por ramas que en la UE.

elabora la OCDE. En el gráfico segundo se representan, para cada uno de ellos, los efectos gasto y estructura mencionados anteriormente. Como se podrá comprobar, la intensidad de gasto en I+D de la economía española es inferior a la de la UE en todos los sectores industriales —incluso a un nivel más desagregado que el que se presenta en el gráfico—. Además, las diferencias son más grandes en las industrias con mayores requerimientos tecnológicos, si bien, cabe destacar que estas actividades tienen un peso comparativamente más reducido en la estructura productiva española.

Para valorar en qué medida el diferencial observado a nivel agregado viene explicado por cada uno de los dos factores analizados, se ha realizado una descomposición de este diferencial mediante el denominado «análisis de cambio de cuota» (*shift-share analysis*). El primer factor, que recoge las diferencias en la especialización sectorial, refleja cuál sería el diferencial si la intensidad de gasto en I+D de los distintos sectores de la economía española fuese igual a la del conjunto de la UE. El segundo factor, que recoge las discrepancias en el gasto, aproxima cuál sería el diferencial si la estructura productiva de España fuese igual a la de esta área. Un tercer factor, de carácter residual, recogería la interacción entre los dos elementos preceden-

tes. Los resultados sugieren que el diferencial de gasto en I+D agregado, tanto para el conjunto de la economía de mercado como para las manufacturas, se explica, fundamentalmente, por la menor intensidad investigadora que realizan las distintas industrias, de forma que, si la intensidad en I+D fuera igual a la observada en la UE, la brecha se recortaría notablemente. El que la economía española tenga una especialización productiva hacia industrias con menor contenido tecnológico contribuye también a explicar la brecha agregada, aunque de forma menos significativa.

Las conclusiones que se derivan de este análisis apuntan a la necesidad de realizar un mayor esfuerzo en investigación y desarrollo por el conjunto del entramado industrial español y, especialmente, en aquellos sectores que producen bienes con mayores requerimientos tecnológicos, donde la brecha existente con la UE es notable. Estas diferencias podrían explicar, entre otros factores, las dificultades que tienen estos sectores para incrementar su presencia en la estructura productiva española y en los mercados internacionales, ya que el menor esfuerzo investigador suele llevar asociado una especialización en la producción de los segmentos de menor calidad dentro de cada industria.

atención especial. En un contexto de crecimiento notable de la oferta española y de apertura en el exterior de nuevos destinos turísticos, con características similares a los españoles, el flujo de visitantes que llegan a nuestras fronteras se está basando en la contención de los precios del alojamiento. El gasto medio por turista está disminuyendo notablemente, por lo que la capacidad competitiva del sector deberá orientarse en el futuro no solo al comportamiento del flujo del turismo receptor, sino también a la capacidad de generación de recursos por turista.

7 La actividad de las Administraciones Públicas

En el año 2003 las Administraciones Públicas alcanzaron un superávit del 0,3% del PIB (véase el cuadro IV.4), mejorando la previsión de equilibrio presupuestario inicialmente estipulado, en un escenario de recuperación económica menos intensa de lo previsto a principios del año. No obstante, el crecimiento del PIB nominal —variable que influye decisivamente en las cuentas públicas a corto plazo— superó significativamente las previsiones iniciales. Por su parte, el superávit primario aumentó ligeramente, hasta el 2,9% del PIB, mientras que la ratio de deuda pública se situó en el 50,8% del PIB, reduciéndose notablemente desde el 54,6% del año 2002.

El Estado y sus organismos tuvieron un déficit del 0,4% del PIB, algo inferior a lo presupuestado, y la Seguridad Social mejoró significativamente el superávit previsto, aumentando su capacidad de financiación hasta el 1,0% del PIB, lo que permitió efectuar nuevas dotaciones al fondo de reserva, hasta alcanzar 12.023 millones de euros (1,6% del PIB) a finales del año 2003. Por el contrario, las Administraciones Territoriales, para las que se había previsto una posición equilibrada, registraron un déficit del 0,3% del PIB, similar al del año anterior tanto en el caso de las Comunidades Autónomas (de 0,2% del PIB) como en el de las Corporaciones locales (de 0,1% del PIB). Cabe recordar que las Leyes de Estabilidad Presupuestaria¹⁰ exigen

10. 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.

% del PIB				
	2000	2001	2002	2003
1. Ingresos no financieros	39,3	39,5	40,2	40,3
Ingresos corrientes	38,8	38,9	39,5	39,5
<i>Impuestos sobre producción e importación</i>	11,7	11,4	11,6	11,9
<i>Impuestos sobre renta y patrimonio</i>	10,5	10,4	10,9	10,6
<i>Cotizaciones sociales</i>	13,3	13,5	13,6	13,6
<i>Otros ingresos corrientes (a)</i>	3,3	3,5	3,4	3,3
Ingresos de capital	0,6	0,6	0,7	0,8
2. Gastos no financieros (b)	40,2	39,9	40,2	39,9
Gastos corrientes	35,6	35,1	35,3	35,2
<i>Consumo final</i>	17,6	17,5	17,8	17,9
<i>Prestaciones sociales distintas de las transf. en especie</i>	12,3	12,2	12,3	12,3
<i>Intereses (b)</i>	3,3	3,1	2,8	2,5
<i>Subvenciones</i>	1,2	1,1	1,2	1,1
<i>Otras transferencias</i>	1,2	1,1	1,2	1,3
Gastos de capital	4,6	4,8	4,9	4,8
<i>Formación bruta de capital (c)</i>	3,1	3,3	3,5	3,5
<i>Otros gastos</i>	1,4	1,4	1,4	1,3
3. Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (b) (3=1-2)	-0,9	-0,4	0,0	0,3
PRO MEMORIA:				
Saldo primario	2,4	2,8	2,8	2,9
Deuda bruta (b)	61,2	57,5	54,6	50,8

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

- a. Incluye el excedente bruto de explotación.
 b. Según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo.
 c. Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos.

a las Administraciones causantes del desequilibrio la presentación de planes económico-financieros que posibiliten la corrección de los mismos en el medio plazo.

Por componentes, la mejora del saldo de las Administraciones Públicas se produjo, sobre todo, por los menores pagos por intereses, que, con una caída del 5,2% con respecto al año anterior, disminuyeron su peso sobre el PIB en 3 décimas porcentuales. No obstante, hay que destacar también la contribución positiva de los ingresos a este resultado, dado que, a pesar de los cambios impositivos introducidos en 2003 (reforma del IRPF, supresión parcial del impuesto sobre actividades económicas (IAE), congelación de impuestos especiales) — todos ellos con un impacto contractivo sobre los ingresos —, elevaron en una décima su peso en el PIB, hasta el 40,3%, lo que contrasta con el descenso de tres décimas previsto en el Programa de Estabilidad 2002-2006. El gasto corriente primario, en porcentaje del PIB, se mantuvo invariado.

En el año 2003 se produjo un moderado aumento en la presión fiscal, que se puede atribuir casi en su totalidad al dinamismo en la recaudación de los impuestos sobre la producción y las importaciones (del 0,3% del PIB), que compensó la pérdida de peso de los ingresos procedentes de los impuestos sobre la renta y el patrimonio. Este fuerte avance de los impuestos indirectos se debió, en gran parte, a la relativa fortaleza del consumo, aunque el elevado dinamismo de la facturación de las empresas constructoras y de promoción inmobiliaria que se había detectado ya en la segunda mitad del año 2002 podría haber seguido afectando a la recaudación por IVA y de los impuestos sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, con crecimientos superiores al 10% en 2003.

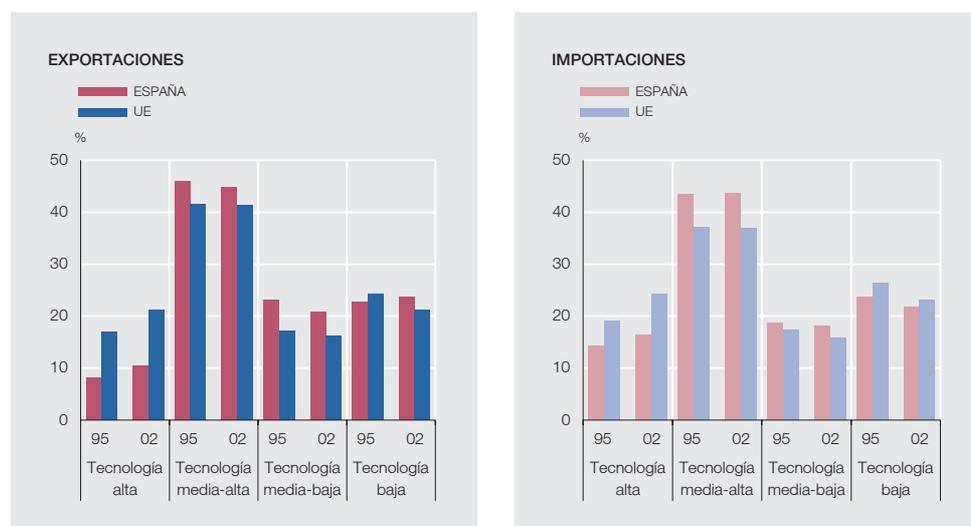
Los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio tuvieron un crecimiento mucho más moderado, desacelerándose desde una tasa de variación del 11,7% del año 2002 hasta el 3,6% en 2003, reduciendo su peso en el PIB en 3 décimas porcentuales. El hecho más destacable con respecto a estos impuestos fue la entrada en vigor de la reforma del IRPF¹¹, con un coste recaudatorio estimado del 0,5% del PIB, la mayor parte del cuál se preveía que recaería en el 2003 (hasta un 0,4% del PIB), debido a las menores retenciones sobre el trabajo en dicho año. Pese a ello, se estima que los ingresos por IRPF habrían crecido en 2003 solo algo por debajo del PIB nominal —por encima, por lo tanto, de lo estimado inicialmente—, como resultado, sobre todo, de algunos efectos que habrían atenuado el impacto inicial de la reforma, como el retraso producido a principios del año 2003 en la implantación de los nuevos tipos de retenciones sobre el trabajo, más bajos que los anteriores, y el adelanto de este tipo de ingresos por parte de ciertas entidades públicas. En este sentido, la menor recaudación por imposición directa en porcentaje del PIB se debió, en su mayor parte, a la caída de los ingresos vinculados al impuesto de sociedades, una vez corregido el efecto que provocó en 2002 el cambio en la tributación de las plusvalías pendientes de declaración.

Por su parte, los ingresos por cotizaciones sociales mantuvieron en 2003 su peso en el PIB, consolidando, por tanto, el elevado nivel alcanzado el año precedente (13,6%). El dinamismo en el empleo, con un crecimiento de los afiliados a la Seguridad Social prácticamente igual al del año anterior (del 3%) y el avance de las bases imponibles ayudan a explicar este resultado. Por último, la evolución de los ingresos no impositivos estuvo condicionada por el descenso de los ingresos por beneficios del Banco de España, compensado en buena medida por el fuerte aumento de las transferencias de capital, en particular de las procedentes de fondos de la Unión Europea.

En cuanto a los componentes del gasto corriente primario, los gastos en consumo final aumentaron ligeramente su peso con respecto al PIB, compensando de esta forma la pérdida de peso de los gastos de capital. Dentro del consumo público se observan, sin embargo, evoluciones divergentes en sus componentes. Así, la remuneración de asalariados al servicio de las AAPP se aceleró moderadamente con respecto a los registros de 2002, lo que podría deberse, según la información disponible relativa a los servicios no de mercado, tanto al aumento del número de empleados como al de la remuneración por asalariado, y resulta coherente con las medidas expansivas adoptadas en 2003, comentadas al principio de este capítulo. Por el contrario, los consumos intermedios (compras de bienes y servicios) y las transferencias sociales en especie (relacionadas, fundamentalmente, con el gasto sanitario y con la educación concertada) se desaceleraron notablemente con respecto a los elevados crecimientos registrados en 2002 —en parte debido a los gastos extraordinarios de ese año ligados a la catástrofe del *Prestige*—, aunque mantuvieron crecimientos superiores a los del PIB nominal.

Por su parte, las prestaciones sociales se desaceleraron notablemente con respecto al año anterior, aunque mantuvieron prácticamente inalterado su peso sobre el PIB. Esta evolución refleja, por una parte, la menor paga a los pensionistas por la desviación del IPC respecto al objetivo de inflación inicialmente previsto y, por otra, la fuerte desaceleración de las prestaciones por desempleo, que aumentaron a una tasa del 6,0%, frente al 15,5% del año precedente, con un crecimiento del número de beneficiarios del 3,2% en media anual. La evolución de esta

11. Los principales rasgos de esta reforma fueron la reducción del número de tramos a 5 (frente al 6 anterior) y de los tipos extremos en 3 puntos (hasta el 45% y el 15%), el aumento de los mínimos personal y por hijos y las reducciones por trabajo dependiente. Se redujo el tipo impositivo para variaciones patrimoniales generadas en más de 1 año en línea con la variación del tipo mínimo, y también se igualaron a ese tipo (15%) las retenciones para determinadas rentas. Otras modificaciones relevantes se señalan brevemente en la sección 2.



FUENTES: Eurostat, Aduanas y Banco de España.

a. Porcentajes sobre el total de exportaciones e importaciones, respectivamente.

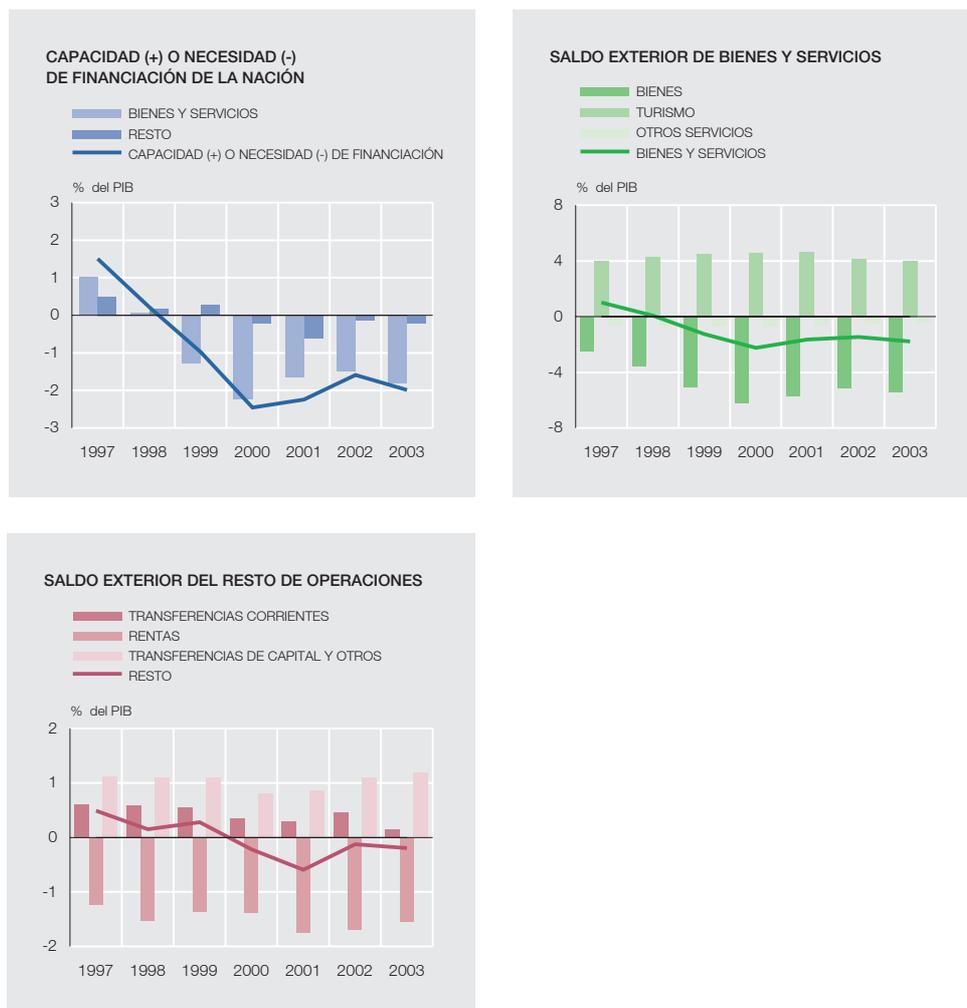
última variable supuso una ralentización de la trayectoria de aumentos continuados de la tasa de cobertura neta de las prestaciones por desempleo seguida en los últimos años.

La caída en los pagos por intereses, ya mencionada, se debió a la continua disminución tanto del tipo de interés implícito de la deuda como de la ratio de deuda pública sobre el PIB. Los gastos de capital, por su parte, se desaceleraron notablemente en el año 2003, debido, sobre todo, a la caída registrada en las ayudas a la inversión y transferencias de capital, mientras que la inversión pública mostró un cierto dinamismo en 2003, con un crecimiento del 7,8%, aunque este crecimiento fue menor que el registrado el año anterior (11,0%). Hay que recordar, no obstante, que una parte notable del esfuerzo inversor público se canaliza a través del sector empresarial, bien a través de empresas públicas o bien a través de grupos concesionarios privados, recibiendo las empresas los fondos necesarios mediante inyecciones de capital o préstamos.

En resumen, la relativa fortaleza de los impuestos, a pesar de la reforma del IRPF, y la continua reducción de los pagos por intereses permitieron alcanzar un superávit presupuestario para el conjunto de las AAPP del 0,3% del PIB, mejorando el resultado previsto en los Presupuestos para ese año y en la actualización del Programa de Estabilidad correspondiente. Así, en un contexto de ligera recuperación económica, los indicadores habituales con los que se evalúa la orientación de la política fiscal muestran que, en 2003, esta tuvo finalmente un tono restrictivo, señalando asimismo el cumplimiento, por segundo año consecutivo, de la condición de que el saldo de las AAPP, en términos ajustados del ciclo, se sitúe próximo a cero o en superávit, criterio operativo utilizado en la valoración del cumplimiento del Pacto de Estabilidad y de Crecimiento.

8 La cuenta del resto del mundo y la cuenta de capital de la economía

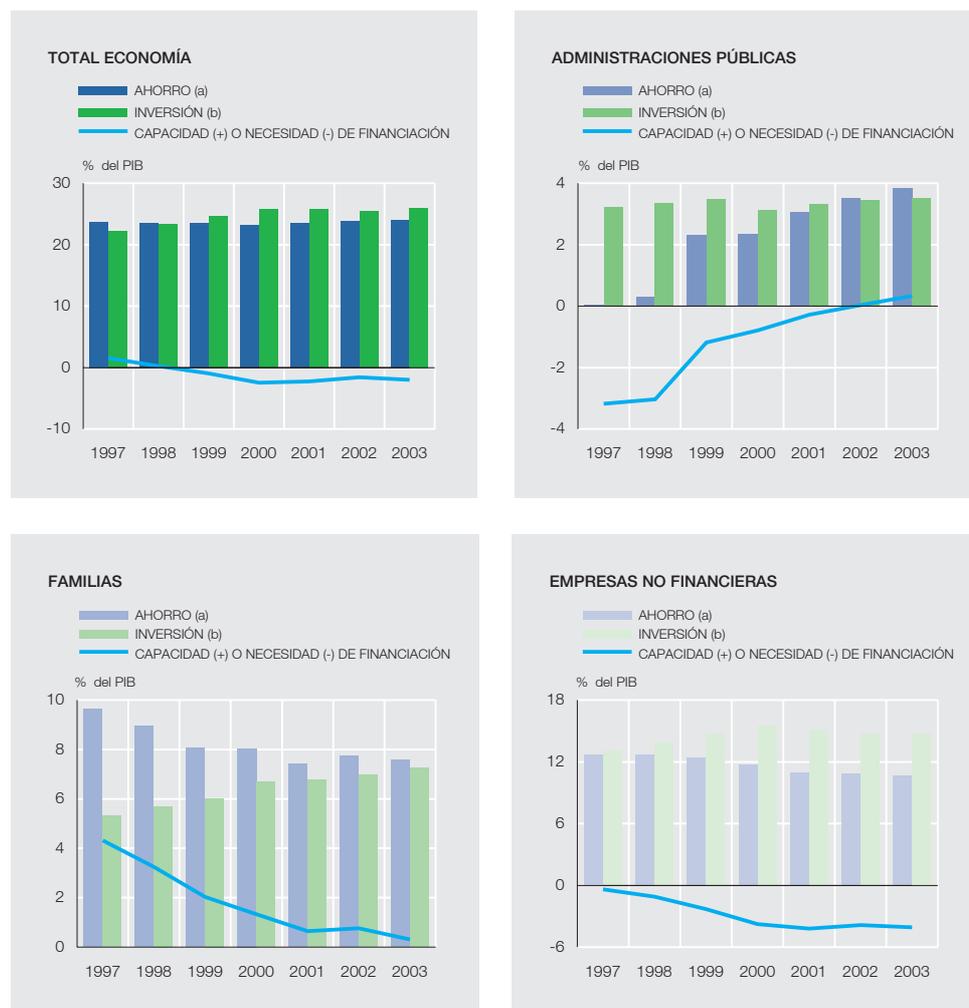
De acuerdo con la Contabilidad Nacional, durante el año 2003, las necesidades netas de financiación de la economía española se ampliaron hasta el 2% del PIB, cuatro décimas más que en el ejercicio anterior. Ello fue resultado del notable incremento de déficit por cuenta corriente, que se situó en el 3,2%, compensado solo parcialmente por un mayor saldo positivo de la cuenta de capital, que se situó en el 1,2% del PIB (véase gráfico IV.16).



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

El aumento del déficit por cuenta corriente reflejó en primer término el impulso expansivo que experimentó el déficit de la cuenta de bienes, que en el año 2003 interrumpió la senda de suave mejora que había mantenido durante los dos años precedentes y se situó en el 5,4% del PIB. Este resultado combina un carácter menos expansivo de las exportaciones que de las importaciones y una variación negativa de la relación real de intercambio. El tono contractivo de este saldo se suavizó ligeramente en el último trimestre del año, cuando el déficit en términos reales se redujo ligeramente, al tiempo que la relación real de intercambio de bienes se tornó positiva. Como se ha comentado en anteriores apartados de este capítulo, la disparidad entre la fortaleza de la demanda nacional y la atonía de la demanda exterior explica, en su mayor parte, el dinamismo diferencial de los flujos de importación sobre los de exportación. A pesar de ello, el comportamiento de las exportaciones fue bastante favorable, en un contexto de notable apreciación del euro.

En el año 2003, el saldo de la cuenta de los servicios estabilizó su peso en el PIB en el 3,6%, fruto de un nuevo empeoramiento del saldo turístico y una mejora del déficit de los otros servicios. Respecto al comportamiento del superávit de la rúbrica de turismo, cabe observar que su participación en el PIB ha perdido seis décimas de punto porcentual desde el año 2001, situándose en el 4% en el año 2003. La debilidad de los ingresos, en los que está incidiendo la inestabilidad del contexto exterior y los bajos niveles de confianza mantenidos por los con-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

sumidores de los países desarrollados, y la suave recuperación de los gastos —especialmente durante la segunda mitad del año— impulsados por la apreciación del euro explican en parte aquel resultado.

En el año 2003, el déficit de las rentas de la propiedad netas se redujo ligeramente, hasta situarse en el 1,5% del PIB. Desde la perspectiva de la Balanza de Pagos, este resultado, que recoge una suave mejora de las rentas percibidas y una modesta reducción de las pagadas, refleja asimismo un notable incremento del saldo positivo de la balanza de las rentas de los «otros sectores residentes», favorecida por la recuperación de las rentas correspondientes a los activos en el exterior, que, no obstante, se habrían resentido por la depreciación del dólar. El saldo de las rentas de las AAPP y de las instituciones financieras y monetarias (IFM) habría reflejado, sin embargo, un incremento mayor de los pagos de intereses por sus pasivos. Por su parte, el superávit correspondiente a la balanza de transferencias corrientes experimentó un descenso importante en relación con el nivel observado en el conjunto de 2002. Este resultado se explica por la moderación de los ingresos, afectados por la contracción de algunos de los fondos procedentes de la UE, como el Fondo Social Europeo, y por el notable incremento de los pagos, en especial los destinados a la UE y las remesas de emigrantes. Por último, el aumento de peso en el PIB de las transferencias de capital netas se debió al notable

incremento que experimentaron algunos fondos estructurales recibidos de la UE, como el FEDER y el FEOGA-Orientación, que enjugaron sobradamente el comportamiento negativo de las transferencias procedentes del Fondo de Cohesión. En cualquier caso, la distribución temporal de los cobros y pagos con la UE afecta a la comparabilidad de los datos entre años sucesivos.

El incremento de las necesidades de financiación de la economía española fue consecuencia del impulso expansivo de la formación bruta de capital, cuya participación en el PIB aumentó hasta el 26%, mientras que la participación de ahorro nacional bruto se mantuvo estable en el 24%. Por sectores, la mayor capacidad de financiación de las Administraciones Públicas contrarrestó la disminución de la relativa a los hogares y el incremento de la necesidad de financiación de las empresas, que, a su vez, reflejó una mayor necesidad de financiación de las sociedades no financieras (véase gráfico IV.17).

Las AAPP ampliaron su capacidad de ahorro, manteniendo su inversión en un nivel similar al del año 2002, el 3,5%, en porcentaje del PIB, mientras que los hogares y, en mayor medida, las empresas redujeron sus correspondientes niveles de ahorro (hasta porcentajes del PIB del 7,6% y 12,6%, respectivamente), al tiempo que impulsaban sus niveles de inversión. En concreto, la inversión en viviendas de las familias se mantuvo en la senda expansiva que le viene caracterizando en los últimos años, y en 2003 alcanzó el 7,3% del PIB. También la inversión productiva privada de las empresas españolas se amplió ligeramente hasta el 15,2% del PIB, reflejando el impulso alcista de la inversión de las instituciones financieras, ya que las sociedades no financieras mantuvieron su inversión en niveles similares a los de años anteriores. En el capítulo siguiente se analiza la concreción financiera de este incremento de la posición deficitaria de la economía española.

La evolución financiera en España

La evolución de los flujos, los mercados y los intermediarios financieros españoles en 2003 estuvo condicionada, primeramente, por la reducción de los tipos de interés oficiales del área del euro, que se situaron en niveles mínimos históricos. También influyó la mejoría del entorno económico nacional e internacional, a pesar del escaso crecimiento en la UEM, que se materializó en una reducción de la incertidumbre y unas perspectivas macroeconómicas más favorables en muchas áreas. Entre estas últimas se incluye Latinoamérica, donde algunas empresas financieras y no financieras españolas mantienen intereses importantes.

Durante el pasado año el grado de holgura de las condiciones de financiación del sector privado no financiero aumentó de manera sensible. Así, los tipos de interés crediticios para empresas y familias continuaron la trayectoria descendente de 2002. Por su parte, en las bolsas nacionales e internacionales se produjo una recuperación de las cotizaciones, después de tres años consecutivos de caídas, que vino acompañada de una disminución de su volatilidad hasta valores inferiores a los de comienzos de la década de 2000. Finalmente, en los mercados de derivados crediticios las primas de riesgo de las empresas se aminoraron, evolución que, junto con el ligero descenso de los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública, determinó una reducción del coste de financiación de las sociedades con valores de renta fija.

En este contexto, los hogares y las sociedades continuaron basando una parte importante de sus decisiones de gasto en un recurso intenso a la financiación ajena, que, en el caso de las familias, mostró incluso una significativa aceleración, hasta alcanzar, a finales de ejercicio, tasas de crecimiento próximas al 19%. La dirigida a las empresas, por su parte, aumentó ligeramente su ritmo de avance, hasta situarse en torno al 14%. Al igual que ocurrió en 2002, estas tasas se explican, en gran medida, por la expansión del crédito relacionado con el mercado inmobiliario, que contribuyó a la continuidad de la trayectoria creciente del precio de la vivienda, que, en 2003, subió un 17% en media, cifra ligeramente superior a la del año precedente y cuya magnitud sugiere que no ha comenzado todavía a corregirse la sobrevaloración que presenta esta variable.

El aumento del recurso a los fondos ajenos determinó nuevos ascensos en las ratios de endeudamiento de empresas y, sobre todo, de familias. No obstante, las favorables condiciones de financiación y, en el caso de los hogares, el alargamiento del período medio de amortización de los préstamos hipotecarios permitieron que la carga financiera asociada no mostrase cambios significativos y se mantuviese en niveles moderados. Por otra parte, el mayor volumen de deuda no impidió que se produjera un incremento del patrimonio neto del sector, gracias a la recuperación de las cotizaciones bursátiles y, sobre todo, a la considerable revalorización de la vivienda.

El elevado crecimiento del crédito, junto con el auge que mostraron en 2003 las adquisiciones de participaciones en fondos de inversión, ocasionó una ampliación de la brecha entre préstamos y depósitos en los balances de las entidades de depósito españolas, que fue financiada mediante el recurso a los mercados interbancarios, a las emisiones de deuda y a la titulación de activos. De hecho, la actividad emisora de las instituciones financieras explica que los mercados primarios de renta fija experimentaran una notable expansión, con un crecimiento de las emisiones netas de residentes de un 70% en relación con 2002, a pesar de la reducción de las operaciones correspondientes a las AAPP y de la amortización neta que volvieron a realizar las empresas no financieras. En los mercados de renta variable, en cambio, las am-

% del PIB	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Economía nacional	0,2	-1,0	-2,5	-2,2	-1,6	-2,0
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	2,1	-0,3	-2,3	-3,4	-3,0	-3,7
<i>Sociedades no financieras</i>	-1,1	-2,3	-3,4	-4,5	-4,5	-4,6
<i>Hogares e ISFLSH</i>	3,3	2,0	1,1	1,1	1,5	0,8
Instituciones financieras	1,1	0,5	0,8	1,6	1,5	1,4
Administraciones Públicas	-3,0	-1,2	-0,9	-0,4	-0,1	0,3

FUENTE: Banco de España.

pliaciones de capital mantuvieron la trayectoria descendente de los últimos años, a pesar de la evolución alcista de las cotizaciones bursátiles. Asimismo, la expansión crediticia, el mayor dinamismo económico, la favorable trayectoria de los mercados financieros, la mejoría de las condiciones económicas en Latinoamérica, el esfuerzo en la contención de gastos y las menores necesidades por saneamientos y provisiones contribuyeron a una significativa recuperación de los resultados de las entidades de crédito españolas, al tiempo que su ratio de solvencia se mantuvo en unos niveles confortables.

En definitiva, la posición patrimonial tanto de las entidades que desempeñan un papel central en la canalización de flujos financieros entre los distintos sectores de la economía, como de las empresas y familias españolas, resulta compatible con el mantenimiento de la fortaleza del consumo y con la recuperación de la inversión productiva privada. No obstante, el endeudamiento alcanzado disminuye el margen del que disponen las sociedades y, sobre todo, los hogares para continuar recurriendo de manera intensa a los fondos ajenos para financiar su gasto, por lo que la evolución de este podría depender en mayor medida del comportamiento de los ingresos corrientes. Por otra parte, el aumento de la deuda, junto con los cambios que han tenido lugar en la composición de sus carteras en los últimos años, hace que las decisiones de consumo e inversión del sector privado no financiero dependan en mayor medida que en el pasado de la evolución de los costes de financiación y de los precios de los activos financieros y reales. En el caso de las familias, la sensibilidad del gasto a las variaciones en los tipos de interés ha podido verse acentuada por la generalización de los préstamos hipotecarios a tipo variable y por los reducidos niveles alcanzados por la inflación y los tipos de interés (véase recuadro V.1).

1 Los flujos financieros de la economía española

En 2003, la financiación recibida por el sector privado no financiero continuó expandiéndose a tasas elevadas e incluso mostró una aceleración significativa en el caso de la dirigida a los hogares. El dinamismo del crédito concedido para las actividades relacionadas con el sector inmobiliario tuvo un importante papel a la hora de explicar esta evolución.

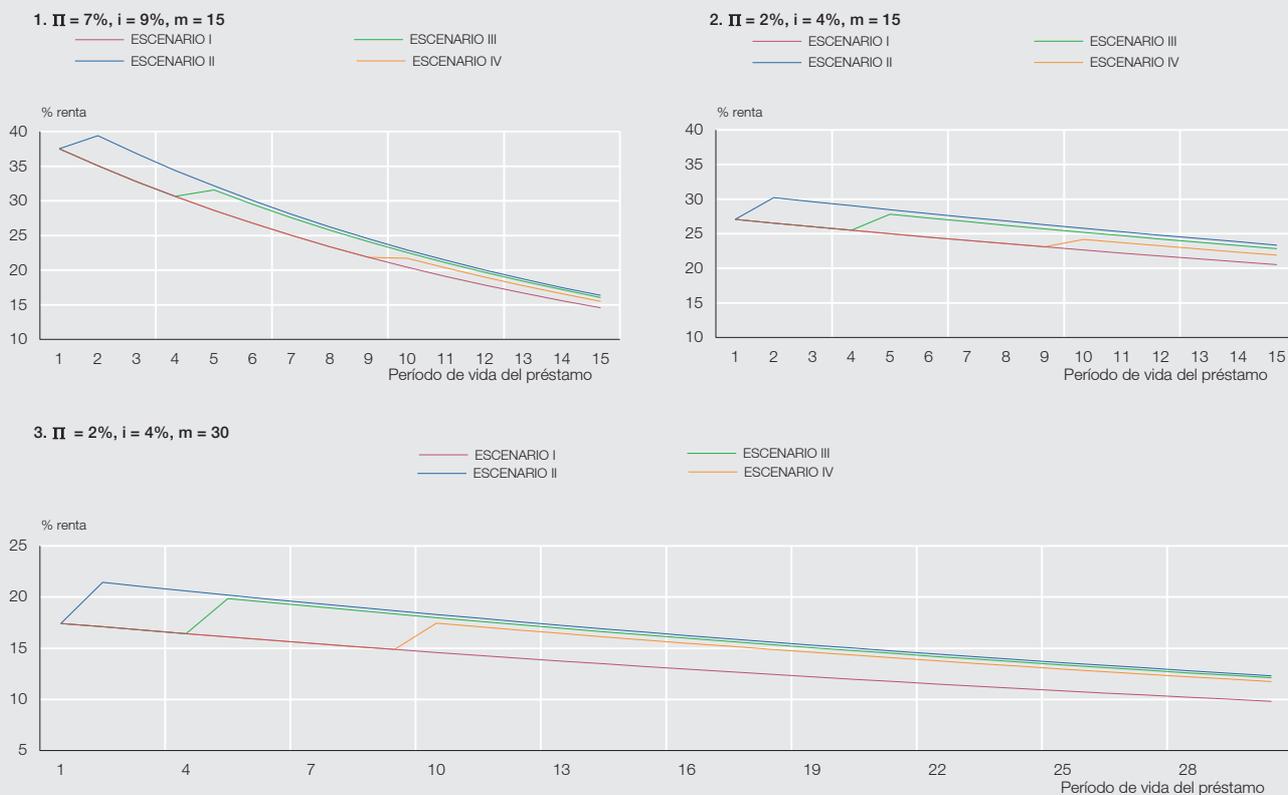
El ahorro financiero neto (operaciones financieras netas, según la terminología SEC 95) del sector privado no financiero mostró un nuevo descenso, resultado del ligero aumento de las necesidades de financiación de las sociedades y, sobre todo, de la reducción del ahorro neto de los hogares (véanse cuadro V.1 y gráfico V.1). En cambio, las AAPP aumentaron su capacidad de financiación, mientras que las instituciones financieras no la modificaron de forma significativa. Como resultado de todo ello, el saldo neto deudor de la economía española se incrementó hasta alcanzar el 2% del PIB, cuatro décimas por encima del registro de 2002.

En España, durante los últimos años, se han generalizado los contratos a tipo variable, especialmente en los préstamos hipotecarios, lo que supone que, al menos a corto plazo, la carga financiera de las familias, definida como la ratio entre las cuotas por intereses y por devolución del capital asociadas al préstamo y su renta, es ahora más sensible que en el pasado a la evolución de los tipos de interés. El impacto de cambios en dicha variable depende de distintos factores, como el nivel del coste de financiación, la tasa de inflación y los plazos de amortización. Para ilustrar estos efectos, los gráficos adjuntos muestran la evolución de la carga financiera asociada a un préstamo a tipo variable con cuota constante bajo distintos supuestos sobre las variables relevantes. En concreto, se supone que el coste de financiación es constante (escenario I) y que aumenta permanentemente en dos puntos porcentuales (pp) en el segundo año (escenario II), en el quinto (escenario III) y en el décimo (escenario IV). En las simulaciones realizadas, la deuda equivale a tres veces la renta del prestatario, y esta última avanza a un ritmo constante e igual a la tasa de inflación. En el primer gráfico, el tipo de interés nominal inicial es el 7%, la tasa de inflación es el 9% y el plazo del préstamo son 15 años; en el segundo, las dos primeras variables se reducen, respectivamente, al 4% y 2% y la duración no se modifica, mientras que, en el tercero, se mantienen las hipótesis anteriores, a excepción del plazo, que es de 30 años.

En los gráficos se observa cómo la sensibilidad de la carga financiera a los cambios en el coste de financiación es más alta cuanto más bajos sean los tipos de interés nominales y más largos sean los períodos de amortización. Así, si el movimiento se produce durante el segundo año de la vida del crédito, la carga financiera aumenta 1,9 pp para un préstamo a 15 años y un nivel inicial de los tipos de interés del 9% (gráfico 1), mientras que el efecto asciende hasta los 3,2 pp para el mismo plazo y un tipo de interés del 4% (gráfico 2), y hasta los 4 pp para ese mismo nivel del coste de financiación y una duración de 30 años (gráfico 3). Por otra parte, la magnitud del impacto tiende a decrecer con el período en el que ocurre la perturbación, aunque lo hace más lentamente cuanto menor sea el nivel de inflación y mayor el plazo. Concretamente, si se produce el décimo año el efecto es casi nulo bajo los supuestos del gráfico 1, mientras que este es de 1 pp en un contexto de tasas de inflación menores (gráfico 2) y de 2,6 pp cuando, además, el plazo de amortización aumenta a 30 años (gráfico 3).

Otro elemento que incide en la sensibilidad de la carga financiera a los cambios en los tipos de interés es el nivel de endeudamiento. A este respecto hay que destacar que, en el caso de los hogares españoles, la deuda ha crecido un 150% durante los últimos seis años, lo que implica que, por esta vía, dicha sensibilidad

EVOLUCIÓN DE LA CARGA FINANCIERA EN UN PRÉSTAMO A TIPO VARIABLE (a)



a. Π =tasa de inflación. i = tipo de interés inicial. m = plazo. El préstamo es tres veces la renta, que crece a la misma tasa que los precios. La tasa de inflación es constante. Los tipos de interés nominales permanecen constantes en el escenario I. En los escenarios II, III y IV aumentan 2 pp en el segundo, quinto y décimo año de vida del préstamo, respectivamente, y se mantienen en ese nivel hasta el vencimiento del préstamo.

es 2,5 veces superior a la de mediados de la década de los noventa. En este caso, además, la sensibilidad parece ser mayor que para el promedio de las familias europeas, de acuerdo con los indicadores disponibles. Así, el diferencial entre el tipo de interés medio de todos los préstamos vivos a los hogares a finales de 2003 y el de los concedidos en dicho año se situó en España en 62 puntos básicos (pb), por debajo de los 119 pb de la media del área. Dado el limitado peso relativo de los créditos nuevos en comparación con los ya existentes, esto sugiere que en nuestro país los costes de estos últimos se adaptan con mayor rapidez a los cambios en las condiciones de mercado en el área. Este mismo resultado se deduce de la proporción del vo-

lumen de las operaciones crediticias negociadas en 2003 con un plazo de fijación inicial del tipo de interés inferior a un año, que fue mayor en España (75%) que en la zona del euro (51,2%).

En definitiva, el mayor endeudamiento de las familias, junto con el alargamiento de los plazos de amortización de los préstamos y el contexto actual de tipos de interés e inflación reducidos, implica que la sensibilidad de la carga financiera de los hogares españoles a las variaciones en el coste de financiación es ahora más elevada que en el pasado. Además, la información disponible sugiere que esta es superior a la de la media de la UEM.

1.1 LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Tras la moderada recuperación observada en 2002, el ahorro financiero neto de los hogares e instituciones privadas sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH) se redujo en 2003 (véase cuadro V.1), situándose en el 0,8% del PIB, lo que constituye el valor mínimo de los últimos años. A esta evolución han contribuido el reducido nivel de los tipos de interés, el incremento de la riqueza inmobiliaria y financiera del sector, asociado al aumento del precio de la vivienda y de las cotizaciones bursátiles, y las favorables expectativas de los agentes sobre el crecimiento de la actividad y el empleo.

La adquisición de activos financieros por parte de los hogares aumentó y se situó en el 10,5% del PIB, lo que supone un ascenso de 1,7 puntos porcentuales (pp) respecto a 2002 (véase cuadro V.2). Por componentes, el peso de los medios de pago —efectivo, depósitos a la vista y depósitos de ahorro— se incrementó por tercer año consecutivo, de forma que se mantienen como la principal rúbrica dentro de los flujos financieros de activo. Por lo que se refiere a los depósitos a plazo, la tendencia decreciente de su peso relativo iniciada en 2000 continuó, de modo que en 2003 se observó incluso una reducción en el saldo vivo de este tipo de instrumentos. Asimismo, en línea con la expansión de la oferta de valores de renta fija, la inversión en títulos distintos de acciones se incrementó en casi medio punto porcentual, hasta alcanzar el 0,43% del PIB, después del registro negativo de 2002. Por su parte, el avance de las cotizaciones bursátiles y la reducción de su volatilidad no impulsó la adquisición directa de acciones y participaciones, que de hecho disminuyó ligeramente, hasta situarse en el 0,6%. Sin embargo, la inversión en fondos de inversión creció algo más de 2 pp en relación con el PIB, empujada por las mayores suscripciones de FIM. Por último, las aportaciones a fondos de pensiones se elevaron moderadamente (0,2 pp), mientras que las de seguros de vida se contrajeron en 0,8 puntos porcentuales.

La persistencia de unas condiciones financieras holgadas, el aumento del empleo, el mayor dinamismo económico y el ascenso en el precio de la vivienda, que ha permitido elevar el valor de las garantías en los préstamos hipotecarios, favorecieron que la tasa de avance del recurso a la financiación externa por parte de los hogares se incrementara nuevamente en 2003, hasta situarse en el 18,7%, 3 pp por encima de la tasa observada en 2002. Esta evolución fue el resultado, sobre todo, del mayor ritmo de expansión del crédito para la adquisición de vivienda, que se situó en el 21,3%, casi 5 pp más que un año antes.

Por lo que respecta a las sociedades no financieras, el ahorro financiero neto disminuyó ligeramente en 2003 y se situó en el -4,6% del PIB (véase cuadro V.1). Las mayores necesidades



FUENTE: Banco de España.

de financiación fueron consecuencia de una recuperación de la formación bruta de capital, que, aunque modesta, fue superior a la del ahorro bruto. En cambio, la brecha de financiación, que mide los fondos necesarios para cubrir la inversión real y financiera permanente en el exterior, disminuyó medio punto porcentual y se situó en el 8,5% del PIB (véase gráfico V.2).

La adquisición neta de activos financieros por parte de las empresas se incrementó ligeramente, hasta situarse en el 17,2% del PIB (véase cuadro V.2). Este aumento no se observó, en cambio, en los activos exteriores, cuyo flujo en términos del PIB se redujo más de un punto porcentual, como resultado, fundamentalmente, del comportamiento de los depósitos y la inversión en acciones extranjeras.

Las operaciones de pasivo también aumentaron, hasta situarse en el 21,8% del PIB (véase cuadro V.2). Esta evolución, no obstante, no se reflejó de forma generalizada en todas las rúbricas. Así, a pesar del ascenso de las cotizaciones bursátiles, la captación de recursos mediante la emisión de acciones y otras participaciones fue, en términos del PIB, inferior a la de 2002 y se situó en el 6%. La financiación ajena con coste —valores distintos de acciones y préstamos— incrementó su tasa de avance, después de tres años de desaceleración,

% del PIB

	2000	2001	2002	2003
HOGARES E ISFLSH				
Operaciones financieras (activos)	9,6	7,8	8,8	10,5
Medios de pago	0,9	1,2	3,8	4,4
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	6,1	3,4	1,5	0,0
Acciones y otras participaciones (b)	1,5	-0,2	0,8	0,6
Fondos de inversión	-3,3	0,8	0,2	2,3
<i>FIAMM</i>	-1,2	1,3	0,7	0,6
<i>FIM</i>	-2,0	-0,5	-0,5	1,8
Reservas técnicas de seguros	3,5	2,7	2,6	2,1
<i>De las cuales:</i>				
<i>De vida</i>	2,1	1,5	1,5	0,7
<i>De jubilación</i>	1,1	0,9	0,9	1,1
Resto	0,9	0,0	-0,1	1,0
Operaciones financieras (pasivos)	8,6	6,8	7,4	9,7
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,0	5,4	7,2	9,4
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	5,4	4,8	5,2	7,2
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	1,6	0,6	2,1	2,1
Resto	1,6	1,3	0,1	0,3
SOCIEDADES NO FINANCIERAS				
Operaciones financieras (activos)	26,3	16,4	16,4	17,2
Medios de pago	0,9	1,7	1,6	0,9
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	0,7	0,4	1,5	1,1
Acciones y otras participaciones (b)	14,1	6,1	6,9	6,8
<i>De las cuales:</i>				
<i>Frente al resto del mundo</i>	10,5	4,6	5,1	4,6
Resto	10,5	8,3	6,4	8,5
Operaciones financieras (pasivos)	29,7	21,0	20,9	21,8
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	7,5	6,5	6,3	7,1
Préstamos exteriores	3,5	4,0	3,0	2,8
Valores de renta fija (a)	-0,9	0,0	-0,4	-0,2
Acciones y otras participaciones	12,8	5,3	6,0	5,1
Resto	6,8	5,2	5,9	6,9
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%)				
Financiación (d)	18,1	15,6	14,3	16,1
Hogares e ISFLSH	17,3	12,4	15,7	18,7
Sociedades no financieras	18,7	18,1	13,3	14,2

FUENTE: Banco de España.

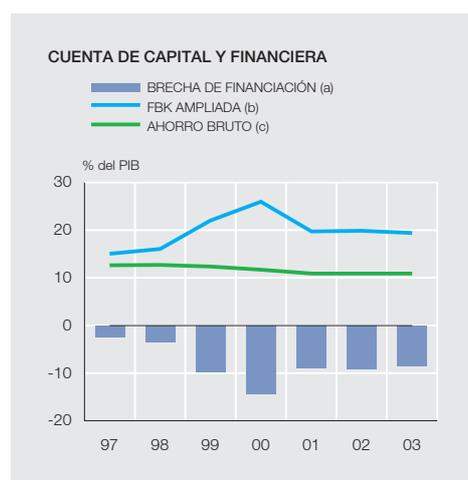
a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.

b. Excluye los fondos de inversión.

c. Incluye los créditos titulizados.

d. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

hasta alcanzar el 14,2% (véase pro memoria del cuadro V.2). Al igual que un año antes, se registró una amortización neta de valores de renta fija, aunque de menor cuantía, mientras que se incrementó el volumen de fondos obtenidos a través de préstamos, si bien en el caso de los procedentes del resto del mundo se observó un ligero retroceso. El análisis de la evolución del crédito por sectores productivos muestra una expansión prácticamente nula del concedido a la industria, excluyendo la construcción, en línea con la atonía del gasto de este sector, y una desaceleración en el concedido a la construcción, que, no obstante, continuó creciendo a una tasa elevada (14,7%). Por el contrario, el destinado a los servicios elevó su ritmo de avance, siendo especialmente destacable el dinamismo que ha mantenido la finan-



FUENTE: Banco de España.

- a. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la inversión real y financiera permanente y el ahorro bruto.
- b. Incluye la formación bruta de capital, la variación de existencias y la renta variable en el exterior.
- c. Incorpora las transferencias de capital.

ciación otorgada al subsector de servicios inmobiliarios, cuya tasa de crecimiento se situó en el 39,2%.

1.2 LOS FLUJOS FINANCIEROS
 DE LAS ADMINISTRACIONES
 PÚBLICAS

Las Administraciones Públicas experimentaron en 2003 un saldo acreedor del 0,3% del PIB (véase gráfico V.3), como resultado de un nuevo superávit de la Seguridad Social, que compensó el déficit moderado del Estado y de las Administraciones Territoriales.

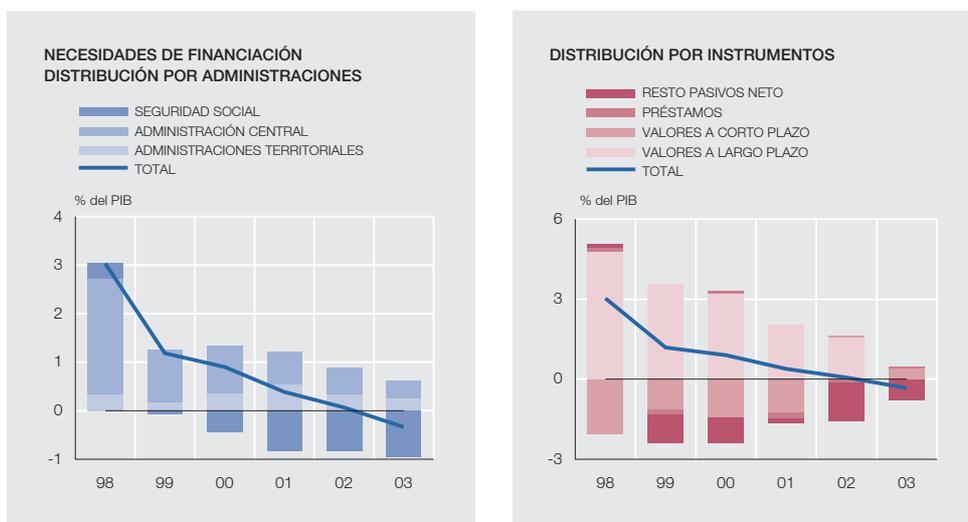
Pese a que el sector mostró una cierta capacidad de financiación, la emisión neta de valores públicos negociables en 2003 fue positiva, si bien retomó la trayectoria descendente de los últimos años, interrumpida en 2002. Más concretamente, tuvo lugar una amortización neta de títulos a largo plazo, que fue, no obstante, inferior a la emisión neta de valores a corto. Las emisiones netas del Estado de letras del Tesoro y de obligaciones a quince y treinta años fueron positivas, mientras que para los bonos a tres y cinco años se observó de nuevo, en términos netos, una amortización. De este modo, la vida media de la deuda del Estado aumentó ligeramente y se situó en 6 años. Por su parte, las emisiones netas de las Administraciones Territoriales alcanzaron el 0,3% del PIB y se concentraron, al igual que en 2002, en el largo plazo. En el corto plazo, en cambio, se redujeron los saldos vivos.

Las instituciones de crédito se convirtieron en el principal proveedor de financiación de las AAPP en 2003, mientras que el flujo neto proveniente del resto del mundo, que en los últimos años había sido positivo, pasó a ser negativo.

1.3 LA INVERSIÓN
 Y LA FINANCIACIÓN EXTERIOR
 DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Durante 2003, el saldo neto de las operaciones financieras de la economía española se situó en el -2% del PIB, lo que supone un aumento de las necesidades de financiación de la nación de 0,4 pp respecto a 2002 (véase cuadro V.3).

La adquisición neta de activos exteriores se mantuvo en niveles similares a los del ejercicio anterior (13,6% del PIB). Por instrumentos, sin embargo, la evolución fue desigual. Así, el flujo dirigido al efectivo y depósitos se redujo de forma notoria (2,8 pp), al tiempo que en acciones



FUENTE: Banco de España.

y otras participaciones se observó una disminución más moderada (de 0,6 pp). En cambio, la adquisición de valores distintos de acciones aumentó en casi 3 pp, debido, principalmente, a las mayores adquisiciones de valores de renta fija por parte tanto de las entidades de crédito como de los fondos de inversión, que se han visto favorecidas por el importante avance de la oferta de este tipo de valores en los mercados internacionales. Los créditos concedidos al resto del mundo también se incrementaron, aunque en menor cuantía (0,4 pp).

Por su parte, las operaciones netas de pasivo de la economía española frente al resto del mundo se situaron en el 15,6% del PIB, 0,3 pp más que en 2002. Este aumento refleja, fundamentalmente, la evolución de la financiación en el exterior de las entidades financieras españolas, que en 2003 creció significativamente. Así, las adquisiciones netas de depósitos y valores distintos de acciones por parte de no residentes alcanzaron, respectivamente, el 7,5% y el 5,6% del PIB, valores que se explican en gran medida por la demanda de financiación del sector crediticio residente (véase cuadro V.3). En contraste, la inversión en acciones y participaciones retrocedió en más de 3 pp y se situó en el 0,9% del PIB.

2 Los mercados financieros españoles

El comportamiento de los mercados financieros españoles en 2003 estuvo condicionado, como ya se ha comentado, por el mayor dinamismo económico nacional e internacional, por un clima de disminución de la incertidumbre y por el mantenimiento de unas condiciones monetarias holgadas. En este contexto, los aspectos más destacables de su evolución fueron el notable aumento de las emisiones de renta fija por parte de las instituciones financieras; el descenso de las primas de riesgo crediticio; y, sobre todo, la recuperación de los índices bursátiles a partir del segundo trimestre, tras tres ejercicios consecutivos de descensos, y la reducción de su volatilidad.

2.1 LOS MERCADOS PRIMARIOS

En los mercados primarios de valores negociables, la emisión neta de residentes experimentó un crecimiento muy significativo (72% respecto a 2002), alcanzándose los niveles máximos de los últimos cuatro años (véase cuadro V.4). La distribución por instrumentos y sectores siguió el mismo patrón que en ejercicios anteriores, si bien se acentuaron algunas tendencias. Así, se produjo una mayor concentración en la renta fija (98%) frente a la renta variable (2%), que se reflejó en las escasas ofertas públicas de venta de acciones, con un importe que apenas superó los 400 millones de euros. En la parte transcurrida de 2004, la actividad en estos mercados ha mantenido, en líneas generales, una pauta similar.

% del PIB				
	2000	2001	2002	2003
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,5	-2,2	-1,6	-2,0
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	25,1	12,2	13,7	13,6
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	2,8	-2,7	3,5	0,8
Valores distintos de acciones	3,9	7,2	4,3	7,1
<i>De los cuales:</i>				
<i>Entidades de crédito</i>	-0,3	2,0	0,5	3,7
<i>Inversores institucionales</i>	3,7	5,4	3,5	2,9
Acciones y otras participaciones	15,6	5,2	5,3	4,8
<i>De las cuales:</i>				
<i>Sociedades no financieras</i>	10,5	4,6	5,1	4,6
<i>Inversores institucionales</i>	3,2	0,5	-0,1	1,1
Créditos	2,7	2,5	0,6	1,0
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	27,5	14,4	15,3	15,6
Depósitos	6,7	2,8	4,4	7,5
Valores distintos de acciones	7,1	3,1	4,5	5,6
<i>Instituciones financieras</i>	1,1	1,5	3,3	6,7
<i>Resto sectores nacionales</i>	6,0	1,6	1,2	-1,1
Acciones y otras participaciones	9,4	4,6	4,2	0,9
<i>De las cuales:</i>				
<i>Sociedades no financieras</i>	7,7	4,1	3,5	1,0
Créditos	4,1	4,3	3,5	3,2
Otros neto (a)	0,2	-0,4	-1,1	-1,6

FUENTE: Banco de España.

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

En el ámbito de las emisiones de renta fija, y al igual que en 2002, el mayor protagonismo correspondió a las instituciones financieras, como resultado, principalmente, de las elevadas necesidades de financiación de las entidades de crédito, derivadas de un crecimiento de sus préstamos muy superior al de los depósitos. El volumen neto de fondos emitido por este sector en 2003 superó los 74.300 millones de euros, lo que supone un avance del 127% respecto al año anterior. De ellos, el 57% correspondió a operaciones realizadas directamente por las entidades de crédito, mientras que el resto procede mayoritariamente de los fondos de titulización, promovidos, fundamentalmente, por los principales grupos bancarios, que siguieron creciendo a un ritmo intenso. En particular, la modalidad hipotecaria continuó mostrando un elevado vigor, aunque el resto de las emisiones descendieron, a pesar de que en 2003 se incorporó por primera vez la posibilidad de emplear para este fin activos y créditos concedidos a AAPP. De este modo, los bonos de titulización suponían a finales de 2003 el 38% del saldo vivo de valores de renta fija privada y se estima que el volumen emitido el año pasado en España representó el 17% del total de Europa.

La emisión neta de las filiales de las entidades de crédito en el exterior mostró, en cambio, un descenso, que está relacionado, en parte, con el desplazamiento de la operativa con participaciones preferentes hacia las filiales residentes, que fueron creadas al amparo de la regulación de esta actividad aprobada el año pasado (véase el anejo legislativo de este Informe). Por su parte, los recursos obtenidos por la banca en los mercados de acciones continuaron con el perfil descendente iniciado hace cuatro años, de modo que apenas alcanzaron los 250 millones de euros.

Millones de euros

	2000	2001	2002	2003
Emisiones netas de residentes (a)	48.503,3	33.221,6	44.775,1	77.182,5
Renta fija	15.084,9	28.419,7	41.017,6	75.407,3
<i>Administración Central</i>	11.669,8	4.334,1	7.586,2	327,7
AATT	1.354,1	756,7	3.221,1	1.543,4
<i>Instituciones financieras monetarias</i>	-1.881,7	13.008,3	13.656,6	42.426,2
<i>Otros intermediarios financieros</i>	6.339,7	9.899,9	19.098,3	31.946,3
<i>Sociedades no financieras (b)</i>	-2.397,0	420,8	-2.544,7	-836,4
Renta variable	33.418,5	4.801,9	3.757,5	1.775,2
<i>Instituciones financieras monetarias</i>	10.331,7	2.191,4	1.725,0	248,2
<i>Otros intermediarios financieros</i>	735,2	323,4	140,8	62,4
<i>Sociedades no financieras</i>	22.351,6	2.287,2	1.891,7	1.464,5
Ofertas públicas de venta	2.695,3	3.085,8	1.009,4	417,4
Privatizaciones	0,0	696,4	0,0	0,0
Resto	2.695,3	2.389,4	1.009,4	417,4
PRO MEMORIA:				
Emisiones netas de filiales en el extranjero	32.190,9	23.320,5	14.383,2	12.473,2
Instituciones financieras	21.040,5	11.832,7	12.684,0	8.325,1
Sociedades no financieras	11.150,3	11.487,8	1.699,2	4.148,1

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.

En el caso de las sociedades no financieras, la emisión neta en mercados nacionales de valores de renta fija continuó siendo negativa, aunque por un importe absoluto inferior al de 2002. No obstante, esta amortización fue compensada por el mayor dinamismo de las emisiones realizadas por las filiales en el exterior, que alcanzó los 4.000 millones de euros. El clima de menor incertidumbre y las mejores perspectivas económicas nacionales e internacionales, que se reflejaron en un descenso significativo de las primas de riesgo, debieron contribuir a esta evolución. Hay que señalar, en todo caso, que la mayoría de las emisiones realizadas en el exterior no se negocian en los mercados secundarios españoles, por lo que estos no se han beneficiado de la mayor actividad de dicho segmento (véase recuadro V.2), cuyo tamaño, no obstante, es más reducido que el correspondiente al de las instituciones financieras. Por su parte, la emisión de acciones de las empresas se mantuvo en niveles moderados, algo inferiores a los de 2002. Las compañías más activas en este ámbito fueron, por este orden, las constructoras, las inmobiliarias y las concesionarias de autopistas. A diferencia de lo ocurrido otros años, el aumento en los volúmenes de ofertas públicas de adquisición (OPA) no tuvo reflejo en este componente de la financiación, dado que los procesos de fusión y adquisición se realizaron esta vez, mayoritariamente, a través de canjes de acciones o entrega de acciones de autocartera.

En cuanto a las AAPP, la emisión neta de valores negociables disminuyó hasta los 1.900 millones de euros, en un contexto de menores necesidades de financiación del sector. El descenso fue, no obstante, notablemente más acusado en el caso del Estado que en el de las Administraciones Territoriales. Por otra parte, hay que destacar que el Tesoro introdujo en 2003 algunas novedades en su política de emisión. En particular, redujo el número de referencias de deuda del Estado y de subastas realizadas, al tiempo que incrementó el importe medio emitido por subasta, lo que favorece la liquidez de los valores.

A lo largo de los últimos años, las sociedades no financieras españolas de mayor tamaño han llevado a cabo un proceso de expansión e internacionalización de sus negocios, que ha conllevado un importante incremento de sus inversiones en el exterior. Para hacer frente a las elevadas necesidades de financiación derivadas de este desarrollo, las empresas optaron en mayor medida por los recursos ajenos que por los propios. Así, entre 1997 y 2002 el peso de la deuda dentro de los pasivos pasó del 36% al 45%. A su vez, dentro de los fondos ajenos con coste, las emisiones de valores de renta fija aumentaron su importancia relativa, al pasar del 17% al 30% durante el mismo período (véase gráfico 1), evolución que se ha visto impulsada por el auge de estos mercados en Europa tras la introducción del euro. De este modo, las compañías de mayor tamaño cuentan actualmente con una composición de sus pasivos más diversificada por instrumentos.

La mayor parte de la financiación con valores de renta fija de las grandes empresas españolas durante los últimos años ha sido realizada por filiales instrumentales localizadas en países donde la regulación administrativa y régimen fiscal es más favorable que en España. Los fondos obtenidos por estas son canalizados hacia la matriz del grupo empresarial, situada en nuestro país, la cual puede distribuir posteriormente los recursos entre las distintas compañías que componen dicho grupo. Como resultado de esta operativa, en el gráfico 2 se observa que en el año 2003 el saldo de valores de renta fija emitidos por filiales era más de cuatro veces mayor que el correspondiente a las sociedades nacionales, reflejo de que, en el período

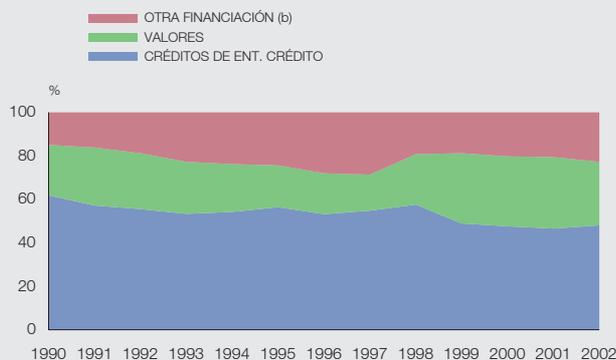
1996-2003, la emisión neta de estas últimas fue negativa, por un importe de 6,6 mm de euros, frente a una colocación neta positiva, superior a los 43 mm de euros, llevada a cabo por las filiales extranjeras.

Hay que destacar que la mayoría de las emisiones realizadas en el exterior por esas sociedades instrumentales no se negocian en los mercados secundarios nacionales, por lo que estos no se han beneficiado hasta ahora del auge de esta operativa. Esto sugiere que existe una vía de desarrollo de los mercados nacionales ligada a la canalización de dicha operativa hacia nuestro país. Recientemente se han tomado algunas medidas que podrían permitir avanzar en esta dirección¹. Esta y otras iniciativas en la misma línea podrían tener efectos favorables para un mayor desarrollo de la industria financiera nacional.

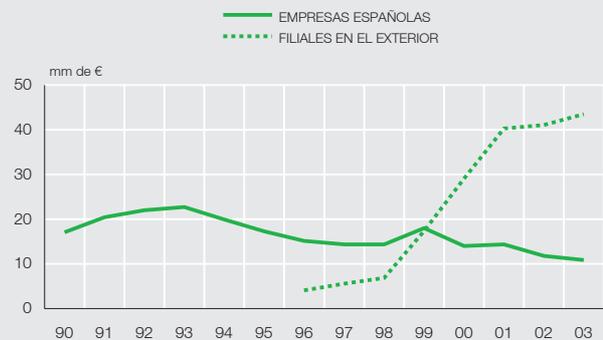
1. La ley 19/2003 sobre movimiento de capitales, transacciones exteriores y prevención del blanqueo de capitales regula la operativa con participaciones preferentes en España y modifica algunos elementos referentes a otros instrumentos de deuda. Adicionalmente, la Ley 62/2003 de medidas fiscales, administrativas y del orden social exime del pago de los impuestos correspondientes a los traslados del domicilio social a España, a las empresas, ubicadas en el extranjero, cuyo objeto social exclusivo fuera la emisión de participaciones preferentes y/u otros instrumentos financieros. Para mayor detalle, véase anejo legislativo.

PASIVOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

1. PASIVOS CON COSTE DE EMPRESAS GRANDES ESTRUCTURA POR INSTRUMENTOS (a)



2. SALDOS VIVOS DE EMISIONES REALIZADAS POR SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FUENTE: Banco de España.

a. A partir de 1998, se han sustituido los datos individuales de las empresas pertenecientes a los grupos Telefónica, Repsol YPF, Unión Fenosa, Iberdrola, Endesa y Altadis, por los presentados para el grupo consolidado en sus memorias.
 b. Incluye básicamente deudas con empresas del grupo.

2.2 LA ACTIVIDAD EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

En los mercados secundarios el volumen total de negociación creció en la mayoría de los segmentos, a excepción del de derivados. El mayor auge se produjo en el mercado de renta fija de la AIAF, con un avance de la contratación de más del 43%, en consonancia con la notable expansión de la oferta de este tipo de valores, en especial de bonos de titulización hipotecaria (véase cuadro V.5). Este dinamismo se ha mantenido en los primeros meses de 2004. En el mercado bursátil de renta fija, donde se negocian principalmente valores emitidos por las AATT, el avance del volumen de transacciones fue, en cambio, más moderado (6%), en línea con la menor emisión de estos instrumentos.

Millones de euros

	2000	2001	2002	2003
Mercado de deuda pública en anotaciones (a)	13.788.917	16.237.439	18.805.433	21.290.331
Contado (b)	1.585.460	2.041.091	2.310.943	2.246.882
Repo y simultáneas	12.186.364	14.173.002	16.475.994	18.979.902
Plazo (b)	17.093	23.346	18.496	63.547
Mercado AIAF de renta fija (b)	99.826	141.510	264.974	380.197
Pagarés	46.425	97.801	204.883	261.526
Bonos, cédulas y obligaciones	52.189	41.488	56.289	115.269
Bonos matador	1.212	2.220	3.802	3.403
Mercado bursátil de renta fija (b)	39.692	56.049	69.820	74.346
Deuda Estado	73	50	40	55
Deuda AATT	38.723	55.105	69.171	73.260
Resto	896	894	609	1.031
Mercado bursátil de renta variable	492.980	445.380	445.071	499.745
Mercados MEFF de derivados (c)	683.569	499.951	356.413	292.539
Renta fija	109.785	29.050	5.473	138
<i>Corto plazo</i>	335	0	0	0
<i>Medio y largo plazo</i>	109.450	29.050	5.473	138
Renta variable	573.783	470.901	350.939	292.401
<i>Ibex 35</i>	541.579	435.384	320.051	268.879
<i>Opciones sobre acciones</i>	32.205	35.517	20.668	12.714
<i>Futuros sobre acciones</i>	0	—	10.220	10.808

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

a. Solo incluye operaciones con valores del Estado.

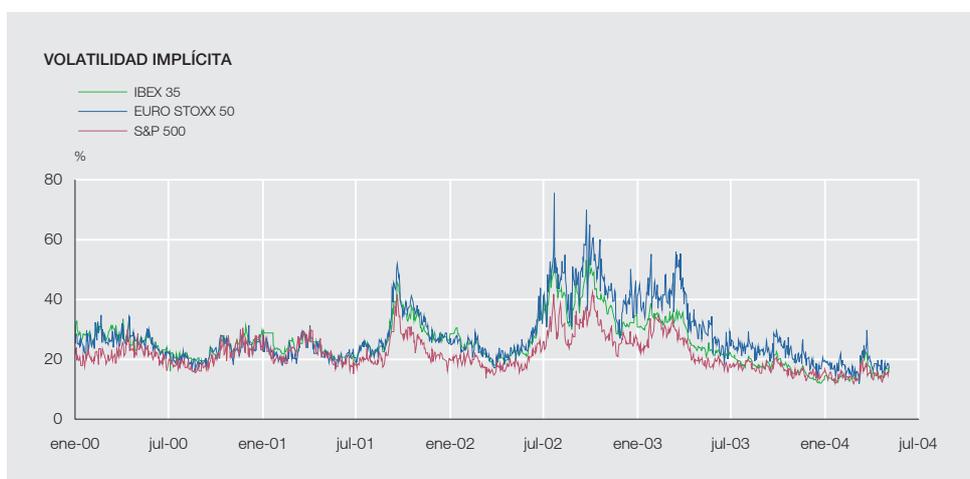
b. Volúmenes nominales.

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

En el mercado de deuda pública anotada la actividad creció más de un 13%, como resultado, fundamentalmente, de la expansión de las operaciones de repos y simultáneas, que absorben casi el 90% del total. Por el contrario, en el segmento de contado se registró un descenso del 3%. Por instrumentos, destaca el notable avance de la negociación de letras del Tesoro, hasta alcanzar una media diaria de unos 200 millones de euros, frente a los 60 millones de 2002. La negociación de dicho activo puede haberse visto beneficiada por la incorporación de estos valores a las dos plataformas españolas de negociación electrónica (Senaf y MTS España), la constitución en abril de 2003 de un grupo de 11 creadores de mercado que se comprometen a mantener un grado de liquidez suficiente en dichas plataformas y la concentración de emisiones en un número menor de referencias. Además, estos cambios han podido contribuir a que las tenencias de letras a vencimiento por parte de los no residentes hayan aumentado de un 3,8% del total en 2002, al 10,3% en 2003.

En las bolsas el incremento de la negociación de acciones fue especialmente notorio en el sector de la construcción e inmobiliarias (con un avance del 86%), el bancario (14%) y el eléctrico (13%). Por tipo de operativa, destaca el mayor dinamismo de las OPA, asociadas al aumento de los procesos de fusión y adquisición. De este modo, los volúmenes correspondientes a dichas operaciones casi duplicaron los del año anterior, hasta alcanzar el nivel más elevado de los últimos seis años.

En los mercados de derivados españoles la actividad mantuvo el perfil decreciente de los últimos años, de manera que el importe negociado descendió un 28% en relación con el de 2002, y representó solamente un 30% del que se registró en 1999.



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

Por último, en el ámbito institucional debe señalarse la continuidad del proceso de integración de los mercados financieros españoles. Así, en abril de 2003 Iberclear se constituyó como depositario central de valores de España, integrando el registro contable y la compensación y liquidación de valores de cuatro mercados: las bolsas, el mercado de deuda pública en anotaciones, AIAF y Latibex. Además, en el mes de septiembre se creó Meffclear como contrapartida central para la compensación de operaciones sobre deuda pública.

2.3 LOS PRECIOS NEGOCIADOS EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

En las bolsas, las cotizaciones continuaron descendiendo durante el primer trimestre de 2003, como en años anteriores, en un contexto de elevada incertidumbre asociado a las consecuencias del conflicto en Irak y a las dudas sobre la recuperación de la economía mundial. Sin embargo, a partir del segundo trimestre, las menores tensiones geopolíticas y la revisión al alza de las previsiones de crecimiento económico internacional y de beneficios de las sociedades impulsaron las cotizaciones. Los precios de las acciones de las empresas españolas con mayor exposición en Latinoamérica se vieron, además, beneficiados por la mejoría de las perspectivas en aquella área. De este modo, los índices nacionales, al igual que los de la mayoría de los principales mercados internacionales, cerraron 2003 con revalorizaciones, tras tres ejercicios consecutivos de caídas. Esta evolución vino acompañada de un descenso de las volatilidades implícitas, hasta situarse, a finales de año, en niveles cercanos al promedio histórico de los últimos cinco ejercicios (véase gráfico V.4).



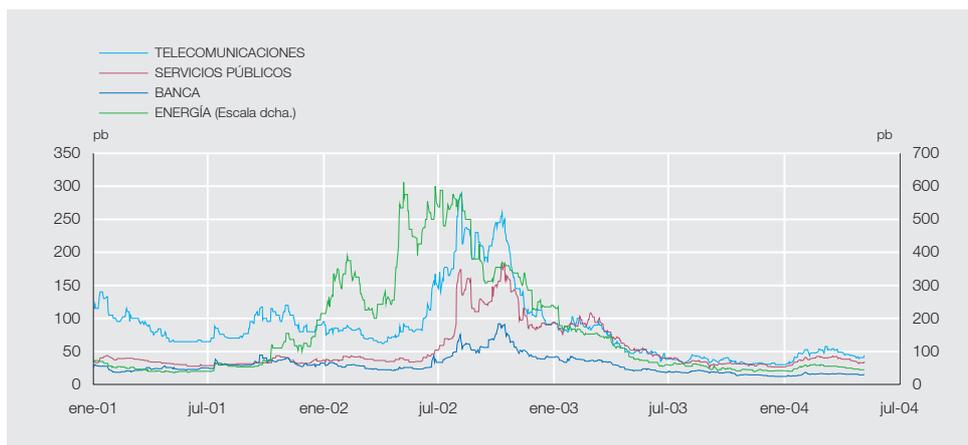
FUENTE: Banco de España.

a. Medias mensuales.

En el conjunto del año la subida del IBEX 35 (28,2%) fue algo superior a la del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM), que se revalorizó un 27,4%, lo que refleja una evolución algo más favorable de los valores de mayor capitalización. En comparación con otros mercados internacionales, las ganancias de los índices nacionales fueron similares a las del S&P 500 de las bolsas estadounidenses, que avanzó un 26,4%, y superiores a las del Euro Stoxx amplio de las del área del euro, que creció un 18,1%.

Por sectores, la recuperación de las cotizaciones fue bastante generalizada, aunque se observaron algunos comportamientos diferenciales destacables. Así, los mayores ascensos se produjeron en las telecomunicaciones, con una revalorización del 44,5%, y en las empresas de servicios financieros (31,5%), mientras que los índices de la rama de bienes de consumo mostraron un retroceso, aunque moderado (-4%).

En el mercado de deuda pública anotada, al igual que en el resto de mercados europeos y en el norteamericano, las rentabilidades a medio y largo plazo descendieron hasta mediados de año, en un contexto de elevada incertidumbre sobre la evolución macroeconómica internacional (véase gráfico V.5). De este modo, el bono español a diez años llegó a situarse, a mediados



FUENTE: Credit Trade.

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

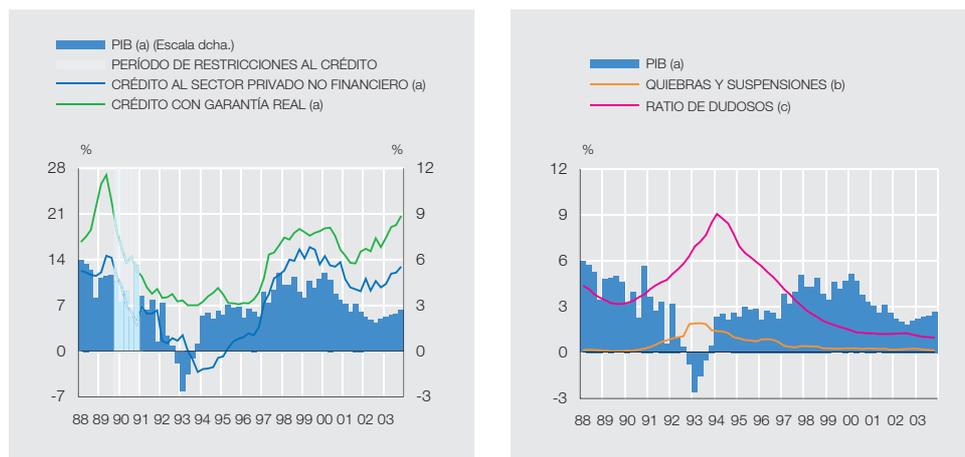
de junio, en el 3,5%, lo que constituye un mínimo histórico. En la segunda parte de 2003, en cambio, se observó un repunte de los tipos de interés negociados, asociado a la mejoría de las perspectivas económicas internacionales y a la reducción de la incertidumbre, de modo que la referencia a diez años terminó en el 4,30%, un nivel ligeramente inferior al del cierre de 2002. El diferencial con el bono alemán a diez años mostró ligeros descensos a lo largo del ejercicio y se situó próximo a cero. A este respecto, debe señalarse que la agencia Fitch otorgó la máxima calificación a la deuda pública española a largo plazo y que Standard & Poors modificó en julio su perspectiva para la misma de «estable» a «positiva». Por su parte, las rentabilidades a corto plazo mostraron un perfil decreciente durante el primer semestre, como reflejo de las expectativas de recorte de los tipos oficiales del BCE, que fueron posteriormente confirmadas. Durante los últimos meses del ejercicio se registró, en cambio, una mayor estabilidad.

Por último, las primas de los seguros de riesgo crediticio de las sociedades españolas negociadas en los mercados de derivados mantuvieron una marcada trayectoria descendente a lo largo de 2003 (véase gráfico V.6), como reflejo de la mejoría de las perspectivas de rentabilidad empresarial en un entorno macroeconómico más favorable. Esta evolución, junto con la ligera reducción de las rentabilidades a largo plazo de la deuda pública, se ha traducido en un descenso del coste de la emisión de bonos por parte de las empresas.

En la parte transcurrida de 2004 los precios de los activos de renta variable han continuado la tendencia alcista, acompañados de un descenso de la volatilidad implícita, evolución que se vio interrumpida transitoriamente a mediados de marzo tras los atentados terroristas del 11 de marzo en Madrid. En el mercado de deuda pública, las rentabilidades negociadas descendieron durante el primer trimestre, si bien durante el mes de abril repuntaron nuevamente.

3 Los intermediarios financieros españoles

La mejoría del contexto macroeconómico el pasado año y las holgadas condiciones financieras estimularon la demanda de servicios de intermediación financiera en España. Adicionalmente, se produjo un notable aumento de las operaciones entre las propias instituciones financieras: mayores flujos interbancarios, crecimiento de los fondos de inversión que invierten a su vez en otros fondos, y emisión, por parte de las entidades de depósito, de valores hipotecarios destinados a servir de activo a nuevos fondos de titulización. En consecuencia, el volumen



FUENTE: Banco de España.

- a. Tasas interanuales en términos reales.
 b. Pasivo afectado por quiebra o suspensión de pagos en % de la deuda total de las sociedades no financieras españolas.
 c. Activos dudosos / Crédito.

total de flujos de activo y de pasivo de las instituciones financieras españolas pasó de un 44% del PIB, en 2002, a un 73%, en 2003, muy por encima de los niveles históricos medios. Del aumento observado, 15 pp correspondieron a operaciones dentro del sector, y los 13 pp restantes (del 39% al 52%), a operaciones con otros agentes residentes y no residentes.

3.1 LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO

En 2003 se produjo una significativa recuperación de los resultados de las entidades de depósito españolas, en un contexto de fuerte crecimiento de la actividad crediticia en España, reducida morosidad y menores saneamientos que en los dos ejercicios anteriores.

El volumen total de activos de los grupos consolidados de entidades de depósito, tras permanecer prácticamente estancado en 2002, creció un 10% el año pasado (diciembre sobre diciembre). Dicho avance se explica no solo por el menor impacto negativo sobre la actividad exterior de los movimientos en las divisas latinoamericanas y en el tipo de cambio del dólar frente al euro, sino también por una aceleración del negocio nacional, que aumentó por encima del 10%. Así, la actividad en el extranjero continuó perdiendo peso, pasando a representar el 14% del activo total de los grupos consolidados en diciembre de 2003, frente a un 17% en el mismo mes del año anterior. No obstante, cabe señalar que, aunque persisten algunos elementos de vulnerabilidad, las perspectivas de negocio en Latinoamérica son ahora mejores que hace dos años, lo que ha favorecido que las grandes entidades españolas mantengan e incluso incrementen su inversión en el área. De hecho, el volumen de activos exteriores suponía un tercio del total en los dos mayores grupos bancarios.

De acuerdo con la información que proporcionan los estados individuales, el crecimiento del activo se explica, fundamentalmente, por el aumento de los créditos al sector privado residente no financiero, que representan ya más de un 50% del total (véase cuadro V.6). Considerando tanto los mantenidos en balance como aquellos cedidos a fondos de titulización, el ritmo de avance de este instrumento volvió a incrementarse hasta el 15,9%, tras seis años expandiéndose a tasas muy elevadas (véase gráfico V.7). Otros aspectos destacables son el crecimiento del crédito con garantía real, en el entorno del 24% en 2003 (tres cuartas partes del avance total), y el del concedido a tipo variable, que triplicó al que han experimentado los otorgados a tipo fijo.

% sobre balance medio

	TOTAL		BANCOS		CAJAS	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003
ACTIVO						
Caja y bancos centrales (b)	1,5	1,3	1,3	1,2	1,7	1,5
Activos del mercado interbancario (c)	14,9	14,5	18,2	18,7	10,7	9,3
Crédito	55,6	56,9	49,9	49,7	62,4	65,7
AAPP	2,5	2,3	2,6	2,4	2,5	2,2
Otros sectores residentes	49,9	52,0	42,9	43,7	58,5	62,1
No residentes	3,1	2,6	4,5	3,5	1,5	1,4
Cartera de valores	20,9	20,6	22,8	23,2	19,2	18,0
De la cual:						
Deuda del Estado	7,9	7,7	7,4	7,4	9,0	8,5
Renta variable	6,6	6,2	8,1	7,5	5,0	4,8
Resto activo (d)	7,1	6,7	7,8	7,3	5,9	5,5
PASIVO						
Banco de España	1,2	1,5	1,6	2,2	0,8	0,6
Pasivos del mercado interbancario (e)	18,2	17,8	24,3	24,2	10,6	9,7
Recursos de clientes	61,5	61,7	52,3	51,7	73,1	74,3
Cesión de activos a clientes	7,2	6,8	7,1	6,8	7,7	7,3
Acreedores: AAPP	3,2	3,1	3,6	3,4	2,7	2,7
Acreedores: otros sectores residentes	39,1	38,6	26,6	25,5	53,8	54,2
Acreedores: no residentes	8,7	8,3	11,8	10,9	4,8	5,1
Empréstitos	3,4	4,9	3,2	5,1	4,0	5,0
Recursos propios, fondos especiales y financiación subordinada	13,2	12,8	14,6	13,7	11,4	11,4
De la cual:						
Financiación subordinada	3,6	3,3	4,1	3,7	3,1	3,2
Resto pasivo (f)	5,9	6,3	7,3	8,2	4,2	4,0
CUENTA DE RESULTADOS						
(+) Productos financieros	4,65	4,03	4,64	3,97	4,63	4,07
De los cuales:						
Dividendos	0,45	0,38	0,65	0,51	0,20	0,23
(-) Costes financieros	2,39	1,90	2,57	2,06	2,17	1,71
Margen de intermediación	2,26	2,13	2,06	1,91	2,46	2,36
(+) Comisiones	0,65	0,63	0,70	0,67	0,58	0,58
(+) Resultado operaciones financieras	0,04	-0,03	0,05	-0,10	0,04	0,07
Margen ordinario	2,95	2,74	2,81	2,49	3,07	3,01
(-) Gastos de explotación	1,73	1,61	1,54	1,41	1,94	1,84
Margen de explotación	1,22	1,13	1,26	1,08	1,14	1,17
(-) Sanearios y dotaciones	0,56	0,40	0,62	0,40	0,46	0,39
(+) Otros resultados	0,13	0,14	0,16	0,19	0,08	0,07
(-) Impuestos	0,08	0,17	0,12	0,18	0,00	0,15
Resultado después de impuestos	0,72	0,70	0,68	0,69	0,76	0,70
PRO MEMORIA						
Resultado después de impuestos (mill. de euros)	8.927	9.575	4.841	5.370	3.676	3.767
% sobre recursos propios	11,6	11,6	10,9	11,6	12,9	12,1
Total balance medio (mill. de euros)	1.247.093	1.372.909	714.279	782.913	485.141	537.127
Tasa de crecimiento interanual (%)	7,7	10,1	4,2	9,6	12,6	10,7

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.

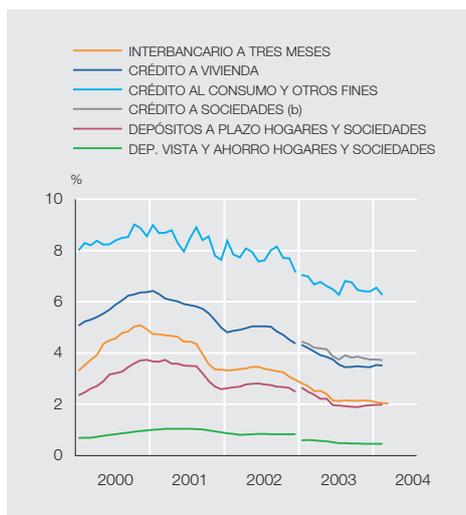
b. Caja y bancos centrales (excepto adquisiciones temporales al BE).

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.



FUENTES: BCE y Banco de España.

- a. Para los tipos bancarios, en enero de 2003, se produce una discontinuidad en las series por cambios en los requerimientos estadísticos de recopilación de los datos.
- b. Calculado como una media ponderada de los tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. Para los créditos de más de un millón de euros, el tipo de interés se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

Al igual que en ejercicios anteriores, el dinamismo del crédito hipotecario se vio impulsado por una demanda muy elevada por parte de los hogares y de las empresas dedicadas a la construcción y a los servicios inmobiliarios, estimulada, a su vez, por los reducidos niveles de tipos de interés, el dinamismo del empleo y de la renta, y la tendencia alcista de los precios de la vivienda. Por el lado de la oferta, sin embargo, los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios señalan que las entidades españolas habrían hecho algo más restrictivas sus condiciones de concesión de fondos a los hogares para adquisición de vivienda. Dicho endurecimiento habría sido más evidente en lo que se refiere a la relación préstamo-valor exigida, a otro tipo de garantías requeridas y a los márgenes aplicados a los préstamos considerados de mayor riesgo. Sin embargo, los tipos de interés cobrados siguieron disminuyendo, impulsados por las menores rentabilidades en los mercados monetarios (véase gráfico V.8). Así, entre enero de 2003 y enero de 2004, los tipos medios de los nuevos créditos a los hogares para adquisición de vivienda registraron un descenso de en torno a 80 pb, frente a los 75 pb en que se redujo el tipo de interés interbancario a tres meses.

En el resto de modalidades de crédito (a las empresas y a los hogares para consumo y otros fines), cuyo ritmo de avance fue claramente inferior, se produjo también un endurecimiento de las condiciones de oferta, que fue perdiendo intensidad a lo largo del año. Los tipos de interés medios de las nuevas operaciones descendieron entre 50 pb y 70 pb, si bien, como en el caso de los préstamos a la vivienda, las bajadas se concentraron en la primera parte del año (véase gráfico V.8).

Los reducidos niveles de tipos de interés alcanzados y el mayor dinamismo económico propiciaron un comportamiento muy favorable de las ratios de morosidad de las entidades de depósito en 2003 (véase gráfico V.7). Así, en relación con el sector privado residente, los activos dudosos descendieron un 0,7%, frente al aumento del 14% del año anterior, y, en términos del crédito total, se situaron en el 0,8%. Adicionalmente, dada la recuperación del entorno internacional, el comportamiento de los activos dudosos totales fue aún más favora-

ble, con un descenso del 7% (aumento del 29% en 2002). A pesar de ello, las entidades siguieron realizando dotaciones para provisiones por un volumen elevado, resultado de lo cual, la ratio de cobertura aumentó hasta niveles del 257% a nivel individual y del 207% a nivel consolidado.

La evolución descendente de los tipos de interés presionó adicionalmente sobre los márgenes de pasivo. Así, aunque la remuneración media de los depósitos a plazo y de las cesiones temporales al sector privado descendió en línea con los tipos de mercado a corto plazo, la de los depósitos a la vista y de ahorro lo hizo en mucha menor medida (entre 7 pb y 25 pb), dado su reducido nivel de partida. Esto explica la caída del diferencial entre los tipos de interés del crédito y de los depósitos, lo que supone la continuación de un proceso que ha venido observándose desde principios de la década de los noventa y que ha exigido a las entidades esfuerzos importantes de contención de costes de explotación (véase recuadro V.3).

La reducción del diferencial entre los tipos de mercado y los de los instrumentos bancarios facilitó el crecimiento de los depósitos de residentes en 2003, sobre todo a la vista y de ahorro, que, no obstante, resultó insuficiente para financiar la expansión de la financiación otorgada, por lo que las entidades recurrieron de forma relativamente intensa a fuentes alternativas, normalmente más costosas. Así, por un lado, en 2003 el volumen de nuevos activos titulizados superó al del ejercicio anterior. Por otro, se triplicaron las emisiones netas de empréstitos, especialmente por parte de los grandes bancos comerciales, que son los que experimentaron una mayor diferencia entre el crecimiento de los créditos concedidos —es decir, sin deducir los titulizados— y el de los acreedores residentes. A finales de año, ambas modalidades, conjuntamente, constituían ya un 16% del importe total de los fondos prestados por el conjunto de las entidades de depósito, frente a un 11% en 2002¹. También se produjo, por parte de los bancos comerciales, un mayor recurso a los mercados interbancarios (aumento de 56,8 mm de euros a lo largo del año), que, a pesar de que en su mayor parte se materializó en cesiones temporales al Banco de España o a otras entidades de crédito, se tradujo en un cierto deterioro de la posición neta deudora no colateralizada en la segunda parte del año, extensible al conjunto de las entidades de depósito: 4,4% del activo total en el último trimestre de 2003, frente a un 3,8% de media en 2002.

En términos de resultados, el pasado año volvieron a contraerse los márgenes sobre activo, especialmente el de intermediación. No obstante, a nivel consolidado, esto pudo ser compensado casi en su totalidad con la recuperación de los resultados por operaciones financieras —ocasionada por la evolución favorable del valor de la cartera de negociación de renta variable— y por el descenso en los gastos de explotación. En consecuencia, el margen de explotación consolidado pasó de un 1,45% a un 1,43% del activo total, con un comportamiento similar en los bancos comerciales y en las cajas de ahorros. Por su parte, los saneamientos y las dotaciones a provisiones se redujeron, siendo particularmente intensa la disminución en el caso de los saneamientos de valores y otras dotaciones y quebrantos extraordinarios. De este modo, tras la caída del 8% del año anterior, el resultado neto atribuido al grupo se incrementó un 17%, aumentando tanto el ROA como el ROE y manteniéndose la ratio de solvencia, de acuerdo con la normativa española —más estricta que la de Basilea—, en un 11%. En los estados individuales, aunque también se produjo una mejora con respecto del año anterior, el aumento del resultado neto fue inferior, ocasionando una ligera contracción del ROA en las cajas de ahorros y las cooperativas (véase cuadro V.6).

1. El peso de la financiación en mercados sería aún mayor si se incluyesen las emisiones de valores en el extranjero por parte de filiales del grupo.

Entre las labores más relevantes de un sistema bancario está la de ejercer de intermediario, canalizando recursos de los agentes con fondos excedentes a aquellos con necesidades de financiación para invertir o consumir. Esta labor de intermediación tiene un coste para ahorradores y prestatarios que se refleja en el diferencial entre el rendimiento exigido a los segundos y la remuneración ofrecida a los primeros.

En el caso de la economía española, la diferencia entre la rentabilidad media del crédito total en moneda local concedido por las entidades de depósito y el coste medio de los acreedores y empréstitos¹ se ha reducido significativamente en los últimos quince años (véase panel superior del gráfico adjunto). Este hecho ha sido compatible con el mantenimiento de rentabilidades elevadas por parte de la banca española al final del período considerado, lo que es indicativo de que dicha evolución refleja una reducción real en el coste de intermediación. Detrás de este fenómeno se encuentra sin duda la apertura de los mercados y la creciente competencia entre las entidades, tanto a nivel nacional como internacional, que ha empujado a estas a reducir costes y a mejorar su eficiencia incorporando nuevas tecnologías y fuentes de negocio. En un primer momento, un elemento favorecedor del menor diferencial fue la reducción de los coeficientes de inversión obligatoria. Posteriormente, el descenso en los gastos medios y, a partir sobre todo de 1998, el fuerte crecimiento del volumen de negocio han permitido mantener la tendencia.

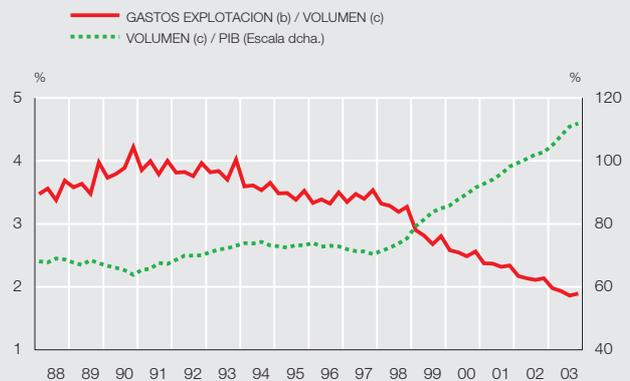
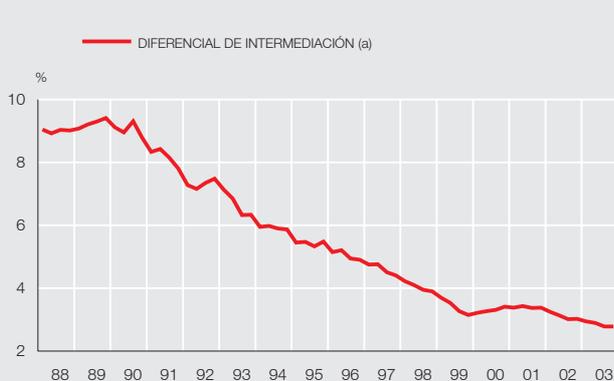
En estas condiciones, cabe plantearse hasta qué punto queda recorrido adicional para nuevos descensos, una vez que el diferencial de intermediación actual en las operaciones del sistema bancario espa-

ñol con el sector privado no financiero se sitúa ya por debajo de la media de la UEM. En este sentido, resulta interesante observar cómo, durante gran parte del período considerado, el estrechamiento de este margen ha sido paralelo a una reducción en los tipos de interés de mercado, que ha estimulado la demanda de crédito a las entidades, al tiempo que presionaba a la baja el margen de pasivo, dada la existencia de un suelo a la remuneración de este. Así, de los aproximadamente seis puntos porcentuales en que se ha reducido el diferencial entre los tipos de interés medios de créditos y depósitos entre 1988 y 2003, en torno a un punto y medio se debe al margen de activo (tipo de interés del crédito menos tipo de mercado) y cuatro y medio al margen de pasivo (tipo de mercado menos tipo de acreedores y empréstitos).

Dado que difícilmente cabe esperar descensos adicionales significativos de los tipos de interés de mercado, es probable que en el futuro se produzca una disminución de la presión sobre el margen de pasivo o, incluso, una cierta reversión del mismo. De hecho, existe un conjunto de depósitos, principalmente destinados a transacciones, cuya demanda es relativamente poco sensible a cambios en su rentabilidad. Además, en un escenario de agotamiento de los descensos en los tipos de interés y, consiguientemente, también de menor crecimiento de la demanda de crédito, será más difícil conseguir reducciones de costes medios del orden de las obtenidas en los últimos cinco o seis años. No obstante, el posible aumento de los márgenes se verá limitado por la mayor competencia actual entre las entidades —lo que incluye especialmente a aquellas que operan principalmente por Internet o banca telefónica y que vienen mostrando una política muy agresiva de captación de pasivo— y por la expansión de opciones alternativas de inversión a través, por ejemplo, de la inversión colectiva. En todo caso, cabe esperar que las entidades sigan ampliando y profundizando en el proceso de continua mejora de su eficiencia.

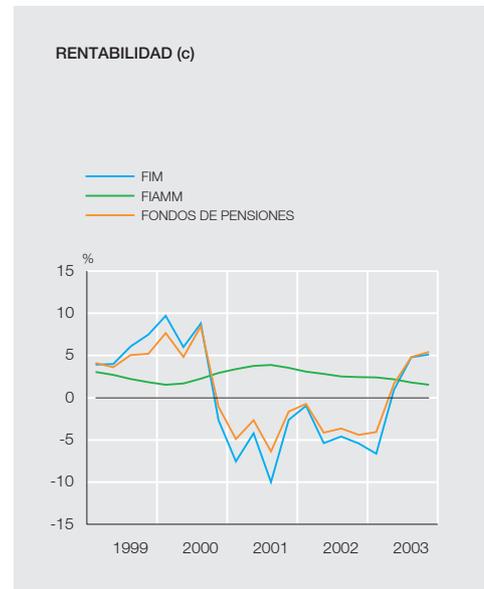
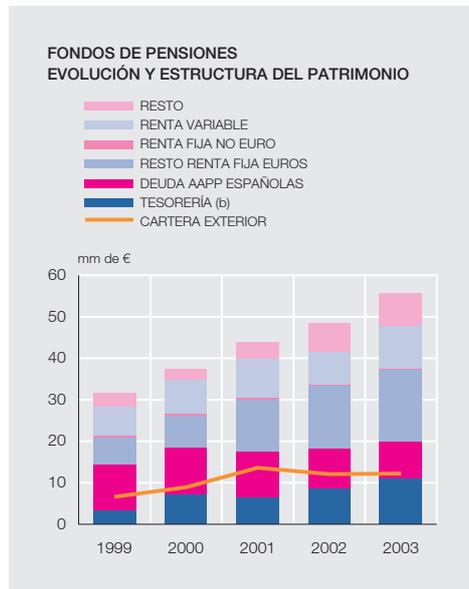
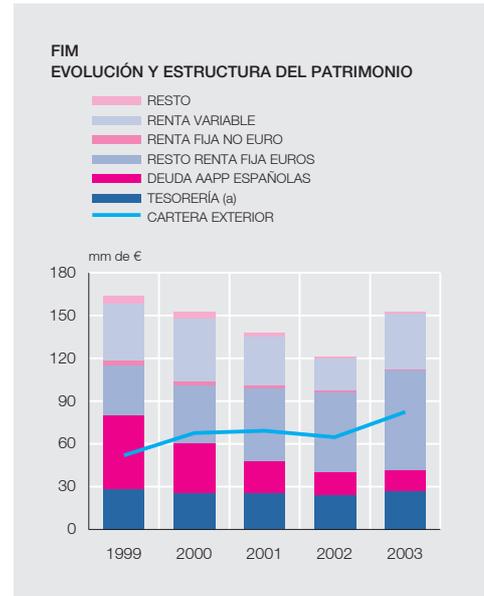
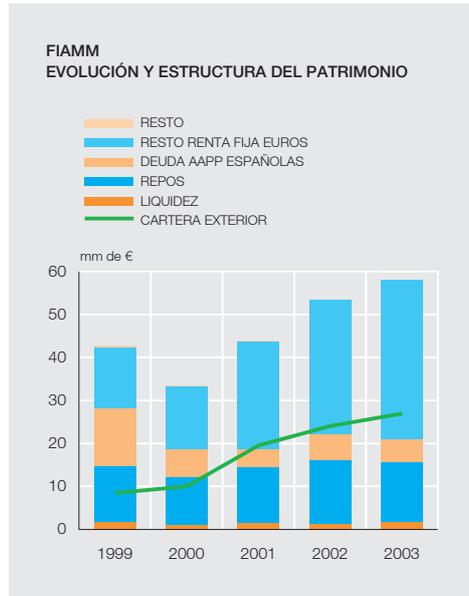
2. Lo que excluye créditos y depósitos interbancarios que no corresponden a la actividad última de intermediación de los bancos.

**EVOLUCIÓN DEL DIFERENCIAL DE INTERMEDIACIÓN (a)
TOTAL ENTIDADES DE DEPÓSITO**



FUENTE: Banco de España.

a. Rendimiento medio del crédito total en euros menos coste medio de acreedores y empréstitos en euros.
 b. Bajo el supuesto simplificador de que un 70% de los gastos totales corresponden al negocio típico, proporción equivalente a la ratio media entre los ingresos del negocio de crédito-depósito y el margen ordinario total. En la métrica en que dicha proporción fuese mayor en los años iniciales, se estaría infraestimando la caída de los gastos de explotación medios.
 c. El mayor de: crédito total en euros o acreedores y empréstitos en euros.



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.

En conjunto, aunque persisten ciertos riesgos relacionados tanto con la volatilidad del negocio en Latinoamérica como con la rápida acumulación de créditos en el ámbito nacional, la situación financiera actual de las entidades españolas se caracteriza por su elevado nivel de capitalización y por el mantenimiento de un volumen de provisiones suficiente para asumir incrementos sustanciales de la morosidad. Esto no significa, no obstante, que no deban reforzar sus mecanismos de control y evitar concentraciones de riesgos, que, en determinados escenarios macroeconómicos menos favorables, podrían ocasionar algunas dificultades.

3.2 LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

En 2003 la rentabilidad tanto de los FIM como de los fondos de pensiones volvió a resultar positiva, mientras que los FIAMM continuaron mostraron rendimientos mínimos (véase gráfico V.9), que fueron negativos en términos reales. En un contexto de mayor canalización de

Millones de euros

	2000	2001	2002	2003	2003 SALDOS (a)
Total (b)	3.449	16.198	18.620	41.018	368.584
Fondos de pensiones					
<i>Aportaciones netas (c)</i>	6.454	6.738	6.422	4.823	55.765
Seguros de vida					
<i>Primas netas de siniestralidad (d)</i>	11.212	9.435	10.831	7.190	102.192
Fondos de inversión mobiliaria					
<i>Suscripciones netas</i>	-14.217	25	1.368	29.005	210.627
<i>FIAMM</i>	-10.172	9.556	8.329	4.147	58.054
<i>FIM</i>	-4.046	-9.531	-6.962	24.858	152.573
PRO MEMORIA:					
Entidades de depósito: variación de acreedores					
<i>Otros sectores residentes</i>	52.424	55.174	43.830	47.773	652.106

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

- 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 2003 es provisional (basado en estimaciones de ICEA y manteniendo la relación entre primas y siniestralidad del año anterior).

recursos hacia los inversores institucionales (véase cuadro V.7), se produjeron además otros cambios regulatorios y fiscales — como, por ejemplo, la desaparición de la tributación de las plusvalías aforadas como consecuencia de traspasos entre fondos de inversión —, que estimularon una mayor movilidad de los recursos invertidos, un incremento de la competencia entre las entidades gestoras y la aparición o extensión de nuevas modalidades de fondos, entre los que cabe destacar los de gestión alternativa o dinámica y los fondos de fondos, que tuvieron una expansión notoria. De hecho, aproximadamente una cuarta parte del incremento del patrimonio de los FIM correspondió a participaciones en poder de otros fondos, lo que implica que el volumen de nuevas suscripciones por parte de los inversores finales fue en realidad inferior al registrado en el cuadro V.7. Los desarrollos señalados apuntan en la dirección de una mayor profesionalización y competitividad de la industria española de fondos de inversión.

A pesar del incremento global del negocio de los inversores institucionales, se registró un retroceso de la demanda de seguros de vida y fondos de pensiones, relacionada con la finalización del proceso de exteriorización obligatoria de los compromisos por pensiones de las empresas². Así, las primas de los seguros de vida descendieron en torno a un 33% el pasado año, aunque el patrimonio de los fondos de pensiones volvió a crecer por encima del 10%, como resultado de la revalorización de sus activos y no de las aportaciones netas.

Por el contrario, los fondos de inversión —y, en particular, los FIM— volvieron a registrar suscripciones netas elevadas, después de tres años de atonía. En conjunto, los mayores volúmenes de suscripciones netas se dirigieron a los de renta fija a corto plazo (47% del total), fondos de renta variable garantizados (54%) y fondos globales (18%)³. A lo largo del año, no obstante, fueron ganando importancia los flujos hacia los fondos más arriesgados.

2. Aunque quede todavía pendiente una parte residual, relativa a los compromisos por premios de jubilación. 3. Nótese que la suma de algunos componentes puede ser mayor que cien, debido a la existencia de suscripciones netas negativas en algunos tipos de fondos.

Resultado de los desplazamientos mencionados, de las estrategias de inversión de los gestores y de los propios movimientos de los precios en los mercados financieros, el peso de los activos de renta variable se incrementó (véase gráfico V.9) tanto en el conjunto de la cartera de los FIM (del 19% al 25% del patrimonio total) como en la de los fondos de pensiones (del 16% al 19%), si bien hay que señalar que, en el primer caso —el único para el que se dispone de dicha información—, ese aumento se explica exclusivamente por el avance de las participaciones en otros fondos de inversión. En contrapartida, la deuda pública española continuó perdiendo importancia relativa en las carteras de los inversores institucionales, al tiempo que el porcentaje de activos exteriores siguió manteniéndose relativamente elevado (54% en FIM, 46% en FIAMM y 21% en fondos de pensiones).

4 La posición patrimonial del sector privado no financiero

Las decisiones de financiación e inversión, juntamente con la evolución de los precios de los activos financieros y de la vivienda, modificaron la posición patrimonial del sector privado no financiero. Así, el mayor recurso a los fondos ajenos conllevó nuevos ascensos en las ratios de endeudamiento tanto de hogares como, en menor medida, de las sociedades. No obstante, la trayectoria descendente que han mantenido los tipos de interés, así como también el alargamiento del período medio de amortización de los préstamos hipotecarios en el caso de los hogares, determinaron que la carga financiera asociada no mostrase cambios significativos y siguiese en niveles moderados. Por otra parte, el aumento de las cotizaciones bursátiles permitió que, a pesar del incremento de sus pasivos, el patrimonio financiero neto de ambos sectores se recuperase. Esta evolución, junto con el avance de la riqueza inmobiliaria asociado al crecimiento del precio de la vivienda, se ha traducido en una continuación del perfil ascendente de la riqueza neta total de las familias.

4.1 LOS HOGARES

La composición de la cartera financiera de los hogares mostró un ligero desplazamiento hacia los activos de mayor riesgo. Así, a finales de 2003 el efectivo, los depósitos y las participaciones en FIAMM y FIM de renta fija representaban el 47,1% del total de activos financieros, 2,7 pp menos que en 2002. Este retroceso es el resultado, fundamentalmente, de la disminución de los depósitos a plazo mantenidos por el sector, que redujeron su participación en 2,2 pp. Por el contrario, la importancia relativa de las acciones y participaciones y del resto de FIM aumentó en 3,1 pp, quedando así situada en el 31%, como reflejo, básicamente, de la recuperación de las cotizaciones bursátiles observada a partir del verano. Por su parte, el peso de la inversión en reservas técnicas de seguro experimentó, por primera vez desde 1998, un ligero retroceso (0,6 pp), y se situó en el 15,3%.

Por lo que se refiere a los pasivos, la aceleración observada en la deuda asumida por los hogares se tradujo en un ascenso de la ratio sobre renta bruta disponible (RBD) de casi 10 pp, hasta alcanzar un nivel ligeramente superior al 90% a finales de 2003 (véase gráfico V.10). Con este nuevo aumento, los niveles de endeudamiento de las familias prácticamente duplican los observados a mediados de la década de los noventa y se sitúan algo por encima del promedio en la UEM, aunque siguen todavía por debajo de los observados en Estados Unidos o el Reino Unido. El incremento resultó menos acusado para la ratio definida en función de los activos financieros del sector en lugar de la RBD.

A pesar de este nuevo incremento del endeudamiento de los hogares, el descenso del coste de financiación permitió que la carga financiera por intereses del sector se redujese ligeramente, hasta situarse en el 4,2% de su RBD, 12 pb por debajo del nivel de finales de 2002 (véase gráfico V.10). También la carga financiera total, que incluye la amortización del principal, mostró un pequeño retroceso (3 pb) y se situó en el 13%. Asimismo, el ahorro no destinado al servicio de la deuda, que se ha contraído en más de 6 pp desde mediados de la década de los noventa, mostró una ligera recuperación, aunque muy



FUENTE: Banco de España.

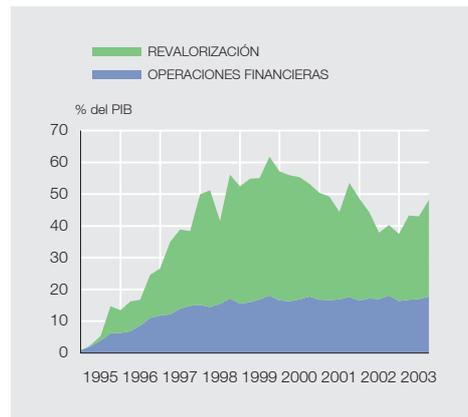
- Incluye crédito bancario y titulización.
- Activos 1 = Total de activos financieros - la rúbrica «Otros».
- Activos 2 = Activos 1 - acciones - participaciones de FIM.
- Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del m².
- Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

modesta (11 pb), por lo que continúa todavía en niveles muy reducidos (el 1,8% de su RBD).

Por otra parte, el patrimonio neto de los hogares aumentó de nuevo durante el pasado año. En esta ocasión, la riqueza financiera neta de las familias también avanzó, después de tres años de caídas, hasta situarse en un valor prácticamente igual al del PIB, a pesar de los mayores pasivos contraídos y gracias, fundamentalmente, al ascenso de las cotizaciones bursátiles (véase gráfico V.11). De todos modos, la riqueza inmobiliaria continuó siendo la principal causa del crecimiento del patrimonio total, como resultado del notable aumento que volvió a registrar el precio de la vivienda, y que ha sido especialmente acusado en los municipios de más de 500.000 habitantes y en los costeros. Dicho precio creció un 17% en promedio, cifra algo superior a la observada en 2002, de manera que la revalorización acumulada por este activo entre 1997 y 2003 asciende al 84,2% en términos reales (véase gráfico V.12). Las estimaciones disponibles sugieren que los niveles actuales continúan sobrepasando los que se justifican a partir de sus determinantes fundamentales y existe, por tanto, una cierta sobrevaloración, que, si se mantienen las pautas seguidas tras episodios anteriores de auge en este mercado, podría corregirse de forma gradual.

VARIACIÓN ACUMULADA DE LA RIQUEZA FINANCIERA NETA DE LOS HOGARES E ISFLSH

GRÁFICO V.11



FUENTE: Banco de España.

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA

GRÁFICO V.12



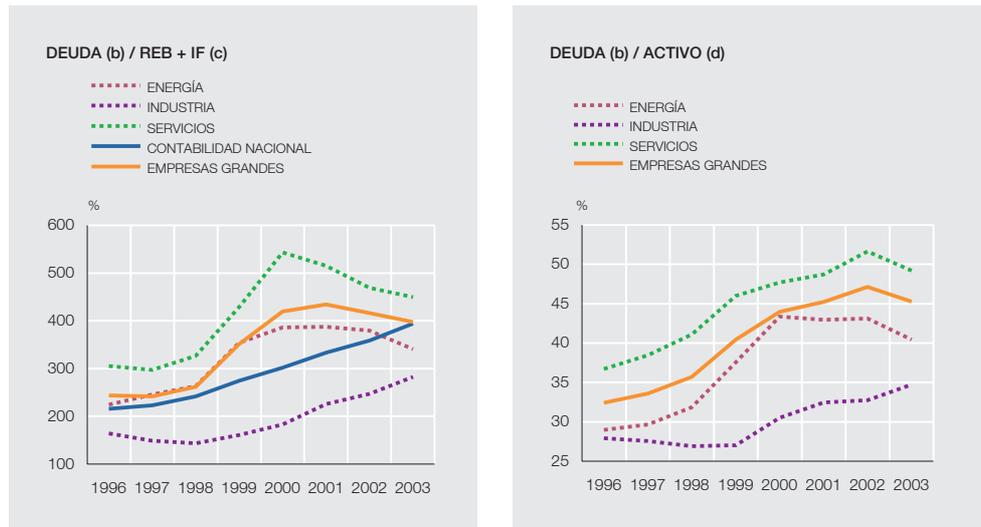
FUENTE: Banco de España.

a. Deflactado con el IPC.

De hecho, el aumento del valor de los activos de los hogares, así como también el mantenimiento de la carga financiera en niveles moderados y los reducidos niveles de sus ratios de morosidad, indican que su posición patrimonial no limita por sí misma el dinamismo de sus decisiones de consumo e inversión residencial. Sin embargo, el elevado nivel de endeudamiento alcanzado dificulta la continuidad de un patrón de gasto financiado, como en los últimos años, de forma creciente con cargo a rentas futuras. Además, como se señaló en el capítulo I de este Informe, es razonable pensar que la situación patrimonial del sector y, por tanto, sus decisiones de gasto puedan ser ahora más sensibles que en el pasado a variaciones en el precio de los activos financieros, de la vivienda y de los tipos de interés. Dado el reducido nivel que actualmente presenta el ahorro no destinado al servicio de la deuda y la información que proporciona la encuesta continua de presupuestos familiares, el margen de maniobra del que disponen los hogares para hacer frente a cambios desfavorables en esas variables sin que sus decisiones de gasto se vean afectadas es relativamente escaso en algunos segmentos del sector.

4.2 LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

La evolución de la composición de la cartera de activos financieros de las sociedades no financieras resultó en un aumento del peso de los de mayor riesgo. Así, el de las acciones y participaciones creció 1,3 pp, y quedó situado en el 42,9%. Por su parte, aunque su impor-



FUENTE: Banco de España.

a. El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2002 la información procede de la Central de Balances Anual. Desde esa fecha en adelante, los indicadores se han estimado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.

b. Recursos ajenos con coste.

c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

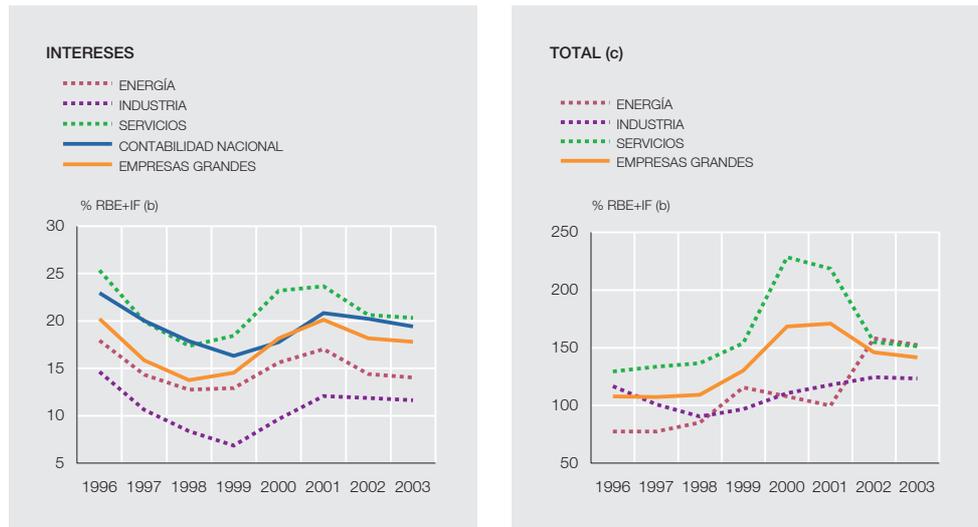
d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.

tancia en relación con el total de activos sigue siendo reducida, la proporción de los valores de renta fija (directa o a través de fondos) se incrementó en un 0,4 pp, hasta el 2,5%.

Como resultado del aumento en el recurso a la financiación ajena, las sociedades volvieron a incrementar sus ratios de endeudamiento. De este modo, los niveles de deuda en relación con los resultados operativos (resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros) del sector se situaron ligeramente por debajo del 400% (véase gráfico V.13), lo que supone un ascenso de 35 pp con respecto al nivel observado en 2002. Una parte importante de este avance es el resultado del alto crecimiento de la financiación concedida a empresas de servicios inmobiliarios. Por el contrario, de acuerdo con la Central de Balances, las empresas de mayor tamaño han seguido con sus planes de saneamiento, al tiempo que las ramas más endeudadas (energía y servicios) habrían reducido sus niveles relativos de deuda.

La composición por instrumentos de la deuda de las sociedades mostró escasas variaciones. Así, los créditos concedidos por entidades residentes continuaron siendo la principal fuente de financiación, aunque redujeron ligeramente su importancia, y representaron el 64,5% de la financiación ajena con coste. El peso de los valores de renta fija también disminuyó (0,5 pp), como resultado de la amortización neta tanto de valores a corto como a largo plazo. Por el contrario, los préstamos exteriores aumentaron su participación en 1,1 pp, siguiendo la tendencia de años anteriores, hasta el 28,8%.

La evolución ascendente de la financiación concedida al sector vino acompañada de reducciones en el coste de financiación, lo que permitió que los pagos por intereses en relación con los resultados operativos se redujesen ligeramente, hasta situarse en el 19,3% (véase gráfico V.14). El descenso fue, de acuerdo con la Central de Balances, especialmente importante para las empresas del sector de la energía, como resultado tanto de los menores niveles de deuda como de la evolución favorable de sus resultados. Al añadir la deuda a corto plazo a



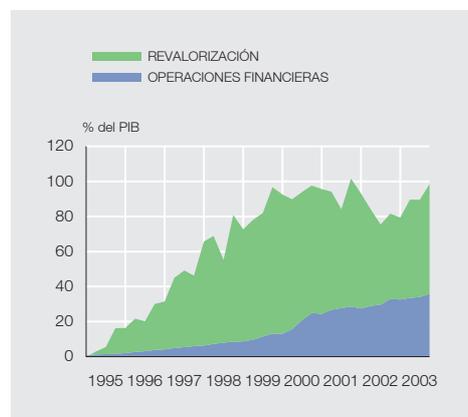
FUENTE: Banco de España.

a. El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2002 la información procede de la Central de Balances Anual. Desde esa fecha en adelante, los indicadores se han estimado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.

b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

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

VARIACIÓN ACUMULADA DEL PATRIMONIO NETO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



FUENTE: Banco de España.

a. El patrimonio neto se aproxima por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

los intereses, también se observa un retroceso de la carga financiera, que no se habría producido, en cambio, en el sector industrial.

Por su parte, el patrimonio neto de las empresas aumentó en 2,6 pp en relación con el PIB, gracias, fundamentalmente, al incremento en las cotizaciones bursátiles (véase gráfico V.15). Asimismo, la rentabilidad mostró una evolución positiva y, de acuerdo con la Central de Balances, el resultado ordinario neto, que excluye las partidas de carácter extraordinario, creció un 15,9%, con lo que la rentabilidad ordinaria se situó en el 12,1%. Este avance no se observó, en cambio, en la rama industrial, en la que la atonía por la que atraviesa se reflejó en un

Y EL EMPLEO

El análisis de la posición financiera de las empresas constituye un elemento importante a la hora de valorar las perspectivas del sector relativas al uso de factores productivos como el empleo y el capital físico. Así, por ejemplo, un endeudamiento excesivo o una elevada carga financiera pueden afectar negativamente al gasto en inversión o posponer sus decisiones de contratación, pudiendo contribuir, de este modo, a acentuar fases recesivas y a retrasar o limitar el alcance de fases expansivas.

Asimismo, es necesario tener en cuenta que una correcta valoración de la posición financiera requiere llevar a cabo un análisis desagregado, ya que la fragilidad de unas empresas no tiene por qué compensarse con la solidez de otras. Dado que existen diferencias en el impacto de la situación financiera sobre las decisiones de inversión y ocupación en función del grado de presión financiera de partida, el análisis de indicadores sectoriales agregados puede ocultar factores de riesgo que solo un estudio a nivel desagregado permite identificar.

Utilizando información individual de las empresas colaboradoras con la Central de Balances se han construido dos indicadores sintéticos, que recogen el impacto de la situación financiera de las empresas sobre sus decisiones posteriores de, respectivamente, inversión y contratación. En concreto, las variables que componen dichos indicadores son la rentabilidad, la carga financiera y —solo en el caso de la inversión— el endeudamiento de cada sociedad. Las ponderaciones de estas variables en cada indicador son iguales a su coeficiente estimado en las ecuaciones que explican, a nivel desagregado, el comportamiento de las dos macromagnitudes de interés, modificando, si es preciso, su signo para que un aumento del indicador signifique un incremento de la presión financiera y,

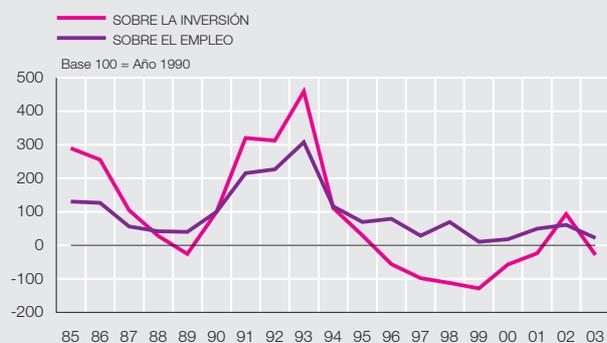
por tanto, una reducción del gasto —en inversión y empleo— de las compañías¹.

En el gráfico 1 se presenta la media ponderada de la distribución de estos dos indicadores. Como puede observarse, ambos reflejan un cierto deterioro de la posición financiera entre 2000 y 2002, más acusado en el indicador de inversión, lo que pudo contribuir a explicar la desaceleración observada en esta variable entre 2001 y 2003. Asimismo, la información disponible para 2003 apunta a una mejora en ambos indicadores. El análisis de la contribución de los componentes a la variación de los indicadores, que se presenta en los gráficos 2 y 3, muestra que todos ellos han contribuido en la misma dirección a esta mejora, siendo especialmente importante la evolución positiva que ha presentado la rentabilidad y, en el caso del indicador de la inversión, la reducción de la ratio de endeudamiento.

En conjunto, por tanto, la evolución más reciente de estos indicadores muestra una mejora en la posición financiera de las empresas. Esto, unido al hecho de que ambos indicadores se sitúan en torno a su media histórica o, incluso, por debajo de esta, hace que la situación financiera del sector empresarial, por sí misma, no limite la posibilidad de un mayor dinamismo del empleo y una recuperación de la inversión productiva. No obstante, el nivel de endeudamiento que han alcanzado algunas sociedades ha elevado la sensibilidad de sus decisiones de inversión y contratación ante eventuales cambios en variables que, como los tipos de interés de mercado o las primas de riesgo empresarial, determinan sus costes de financiación.

1. Para más detalles sobre la construcción de estos indicadores, véase el Documento de Trabajo n.º 0319 del Banco de España de I. Hernando y C. Martínez Carrascal, titulado *The Impact of Financial Variables on Firms' Real Decisions: Evidence from Spanish Firm-level Data*.

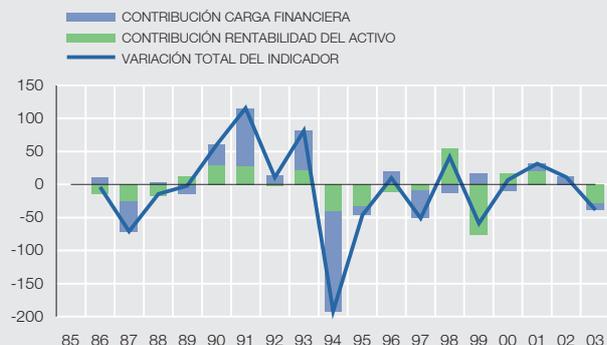
1. INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES (a)



2. VARIACIÓN DEL INDICADOR SINTÉTICO DE PRESIÓN FINANCIERA SOBRE LA INVERSIÓN Y CONTRIBUCIÓN DE SUS COMPONENTES



3. VARIACIÓN DEL INDICADOR SINTÉTICO DE PRESIÓN FINANCIERA SOBRE EMPLEO Y CONTRIBUCIÓN DE SUS COMPONENTES



FUENTE: Banco de España.

a. Media agregada ponderada normalizada. Un valor superior a 100 indica una posición financiera más desfavorable que la de referencia.

EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS COTIZADAS

GRÁFICO V.16



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

crecimiento prácticamente nulo. Por otra parte, el resultado neto, que incluye ingresos y gastos extraordinarios, volvió a ser positivo tras los niveles negativos que, debido a las importantes dotaciones que algunas compañías tuvieron que realizar para provisionar pérdidas, se observaron en 2002. Los datos sobre quiebras y suspensiones de pagos así como las ratios de morosidad del sector continúan en niveles reducidos e, incluso, mostraron una cierta mejoría en 2003. No obstante, no se registró ninguna revisión al alza en las calificaciones crediticias para las sociedades no financieras emisoras y sí, en cambio, algunas a la baja, aunque en un número inferior al correspondiente al año anterior.

La positiva evolución de los resultados, el mantenimiento de la carga financiera en niveles moderados y los procesos de saneamiento llevados a cabo por algunas grandes compañías hacen que la situación financiera del sector sea, en principio, favorable para el dinamismo del empleo y la recuperación de la inversión. De hecho, como se comenta en el recuadro V.4, indicadores sintéticos contruidos a partir de datos desagregados de la Central de Balances, que resumen el impacto de la posición financiera de las empresas sobre la inversión y el empleo, muestran, por una parte, unos niveles de presión financiera inferiores a los promedios históricos y, por otra, una mejoría en 2003, tras tres años de cierto deterioro.

Sin embargo, el endeudamiento alcanzado por algunas sociedades podría condicionar su acceso a fuentes externas de financiación para sus proyectos de inversión. Asimismo, algunas de las empresas que durante 2003 han llevado a cabo medidas de saneamiento de sus balances podrían modular sus decisiones de gasto en función de los progresos que vayan realizando en este proceso. Del mismo modo, los elevados niveles de deuda implican una mayor exposición a un posible aumento en los tipos de interés o a una evolución desfavorable de otras variables que influyen sobre su capacidad para hacer frente al pago de la deuda. En concreto, un eventual aumento en los costes de financiación podría afectar a las decisiones de inversión o contratación de algunas compañías de manera más intensa que en el pasado, especialmente en un contexto en el que las expectativas de beneficios a largo plazo, al menos en el caso de las empresas cotizadas, no muestran todavía signos claros de mejoría (véase gráfico V.16).

1 Introducción

El Banco de España incluye este año, por primera vez, en su *Informe Anual* correspondiente a 2003 un capítulo dedicado a la gestión del Banco, con el que pretende hacer una descripción global y sintética de los aspectos más destacados de su actividad durante el ejercicio pasado, sin perjuicio de las Memorias monográficas que los distintos Departamentos del Banco publican anualmente (Supervisión Bancaria, Balanza de Pagos, Servicio de Reclamaciones, Central de Balances y Central de Anotaciones).

En este capítulo se repasan las principales tareas llevadas a cabo durante 2003 por el Banco de España, tanto en su vertiente de banco central nacional perteneciente al Eurosistema como en el ejercicio del resto de funciones que tiene estatutariamente encomendadas: se describen las actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema (sección 2); sus actividades internacionales (sección 3); el análisis económico e investigación realizados (sección 4); las actividades de supervisión y regulación bancaria (sección 5); las funciones operativas relacionadas con la ejecución de la política monetaria, la actuación en los mercados financieros nacionales, la gestión de los sistemas de pagos y la circulación de billetes (sección 6); la recopilación y realización de estadísticas (sección 7) y la actividad del Servicio de Reclamaciones (sección 8). La parte final de este capítulo está dedicada a la comunicación externa (sección 9) y a las novedades en la organización y administración interna de la institución (sección 10).

2 Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema

2.1 FUNCIONES DESEMPEÑADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

Como parte integrante del Eurosistema, el Banco participa en el desarrollo de las funciones establecidas por el Tratado de la Unión Europea para los bancos centrales de los países que han adoptado el euro. En este ámbito, se encuentran las cuestiones relacionadas con la política monetaria, la emisión de billetes, la gestión de las reservas exteriores, el buen funcionamiento de los sistemas de pagos, el mantenimiento de la estabilidad financiera y la recogida de información estadística.

Esta participación se articula a través de diversas vías. En primer lugar, el Gobernador, como miembro de los órganos rectores del Banco Central Europeo (BCE), interviene en el proceso de toma de decisiones que tiene lugar en las reuniones del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, que se celebran quincenalmente, y en las reuniones trimestrales del Consejo General. Destacan, por su importancia, las decisiones relativas a los tipos de interés oficiales, que se toman, por regla general, en la primera de las reuniones mensuales del Consejo de Gobierno. En 2003, los tipos de interés de política monetaria que fija el Banco Central Europeo se redujeron en dos ocasiones, por un importe total de 75 puntos básicos, tal y como se explica con detalle en los capítulos I y III de este *Informe Anual*. En segundo lugar, un elevado número de profesionales del Banco de España está involucrado en las tareas del Eurosistema, participando en los 13 comités establecidos y en los grupos de trabajo y subgrupos que dependen de ellos, donde los bancos centrales nacionales y el Banco Central Europeo estudian y debaten conjuntamente las cuestiones sobre las que, finalmente, deben decidir los órganos de gobierno del Banco Central Europeo. Por último, el Banco de España se encarga directamente de diversas funciones que se ejecutan de manera descentralizada, como la instrumentación de la política monetaria, la gestión de las reservas y los sistemas de pagos, la puesta en circulación de billetes o la recogida de información estadística.

2.2 PRINCIPALES ACONTECIMIENTOS DEL AÑO 2003

A lo largo de 2003 y los primeros meses de 2004, el Eurosistema ha estado involucrado en diversos asuntos de carácter institucional, algunos de los cuales tienen repercusiones importantes para nuestro país. En particular, el Consejo Europeo aprobó en marzo de 2003, a

propuesta del Banco Central Europeo, un nuevo régimen de votación en el Consejo de Gobierno, que comenzará a aplicarse a partir del momento en que la Unión Económica y Monetaria (UEM) pase a estar formada por más de quince países. El nuevo sistema supone una rotación de los gobernadores en el ejercicio de su derecho al voto, con el fin de que la toma de decisiones mantenga su actual grado de eficiencia, con independencia de que el número de los miembros del Consejo de Gobierno pueda aumentar sustancialmente en el futuro. De acuerdo con las características del sistema de rotación decidido, el Gobernador del Banco de España formará parte del grupo de cinco gobernadores que ostentarán durante una proporción de tiempo mayor el derecho al voto en el Consejo.

El Banco de España participó activamente en diversas iniciativas del Eurosistema relacionadas con la preparación del acceso a la Unión Europea de los diez países involucrados en este proceso. Estas tareas han incluido reuniones, visitas y distintos tipos de intercambio de información y experiencias, que han cubierto aspectos técnicos, operativos, jurídicos e institucionales. En particular, en marzo de 2004, se celebró en París el quinto seminario de alto nivel sobre el proceso de adhesión, con el que termina el ciclo de reuniones que, para discutir este asunto, empezó a organizarse en 1999.

En el contexto del marco operativo de la política monetaria, las modificaciones en el calendario de reservas mínimas y en el plazo de vencimiento de las operaciones principales de financiación, que se acordaron en 2003, entraron en vigor en marzo de 2004. En general, el nuevo marco operativo disminuirá la volatilidad de los tipos de interés, al reducir la incertidumbre en el mercado monetario acerca del nivel de los tipos oficiales que estarán vigentes a lo largo del período de mantenimiento del coeficiente de reservas mínimas. Por otra parte, el Eurosistema está analizando los activos que actualmente se admiten como garantía de las operaciones de política monetaria, con el objetivo de unificar las dos listas actuales de activos y homogeneizar las características de los instrumentos aceptados. En la consulta pública realizada para que las entidades de crédito pudieran expresar sus opiniones al respecto, las entidades españolas mostraron un apoyo generalizado a la medida propuesta.

Otra de las novedades del año 2003 fue el acuerdo de crear una nueva plataforma compartida para los sistemas de pagos del Eurosistema, denominada TARGET-2, que entrará en vigor en 2007. Esta nueva plataforma, que sustituirá al actual TARGET, supondrá un sistema más integrado y tecnológicamente más eficiente, donde se ampliarán y homogeneizarán los servicios prestados y se igualarán los precios de las transacciones, al tiempo que facilitará la conexión de los nuevos países que se incorporen a la UEM. Aunque todavía no se ha tomado una decisión definitiva, es posible que todos los bancos centrales terminen formando parte de TARGET-2. En el caso español, es previsible que el componente español de TARGET —el Servicio de Liquidación del Banco de España— se integre en la nueva plataforma compartida del Eurosistema.

Finalmente, en el ámbito de la regulación y supervisión financiera, el Banco de España firmó en 2003 un Protocolo de Cooperación para Situaciones de Crisis entre los bancos centrales nacionales y las autoridades supervisoras de entidades de crédito europeas, que sienta las bases para gestionar crisis bancarias con origen o impacto transfronterizo y, en especial, para identificar el flujo de información necesario entre las autoridades implicadas ante la aparición de una crisis. Además, los bancos centrales de Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal firmaron un Acuerdo de Cooperación entre Centrales de Información de Riesgos, para intercambiar información sobre niveles de endeudamiento de los agentes económicos y riesgos dinerarios y de firma de las entidades de crédito.

3 Actividades internacionales

3.1 RELACIONES INTERNACIONALES

En este apartado se analizan las actividades internacionales del Banco de España, tanto en el ámbito de la Unión Europea (excepción hecha del Eurosistema, cuyas actividades ya se han descrito en la sección 2) como en el del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, el Banco de Pagos Internacionales, el Fondo Monetario Internacional y otros foros en los que el Banco de España participa regularmente.

Con respecto a las actividades de la Unión Europea, el Banco de España participó en la representación española en diversos foros y comités, entre los que cabe destacar el Comité Económico y Financiero (CEF) y el Comité de Política Económica (CPE). Algunas de las cuestiones de mayor relevancia tratadas en estos comités fueron la evaluación de los programas presupuestarios nacionales, su coherencia con las normas de disciplina fiscal de la Unión Europea, las debilidades estructurales de las economías europeas y la agenda de reformas que permitiría superarlas.

El Banco también colaboró en la preparación de las previsiones económicas de primavera y otoño de la Comisión Europea y participó en varios comités y grupos sobre supervisión y regulación: el Comité Consultivo Bancario (BAC), presidido por el Banco de España desde junio de 2003; el grupo formado para organizar el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS), cuya constitución ha tenido lugar en enero de 2004, y que, presidido por el Banco de España, actuará como comité bancario de nivel 3 dentro del esquema Lamfalussy; y el Grupo de Contacto de Supervisores Bancarios Europeos. La actividad de estos comités estuvo principalmente dirigida a la instrumentación del Acuerdo de Capital de Basilea en Europa, a través, fundamentalmente, de la publicación de documentos técnicos sobre el impacto del nuevo acuerdo o sobre la aplicación del mismo a determinados sectores.

Asimismo, durante este año, el Banco de España ha participado en distintos grupos de trabajo de la Comisión Europea para la elaboración de diversas directivas bancarias, relacionadas tanto con la transparencia y protección de los consumidores como con la supervisión prudencial. En este apartado, destaca su activa participación en los trabajos de elaboración de una directiva europea en relación con la nueva regulación del capital de Basilea.

A este respecto, durante el ejercicio 2003, el Banco de España desarrolló una intensa actividad en lo concerniente al acuerdo de Basilea II y participó activamente en todos los grupos de trabajo del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. En la reunión de los gobernadores de los bancos centrales y jefes de supervisión de los países del G-10, del 9 de marzo, se nombró presidente del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea al Gobernador del Banco de España. Ello ha permitido que el Banco tome una posición de liderazgo en las discusiones que se han realizado para completar el nuevo Acuerdo de Capital, lo cual quedó reflejado en la celebración en Madrid de la reunión del Comité de Basilea los días 10 y 11 de octubre, que resultó clave para la consecución del consenso alcanzado en mayo de 2004. En este contexto, el Banco de España ha podido realizar aportaciones relevantes a las discusiones, de entre las que cabe destacar aspectos relacionados con el impacto del nuevo acuerdo en la financiación a las PYMES y con el mantenimiento de determinados elementos prudenciales del sistema todavía en vigor.

El Banco de España también participó en el Foro Conjunto (Joint Forum), que integra al Comité de Basilea, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS). Durante los años 2002 y 2003, este Foro fue presidido por el Banco de España.

Dentro también de la estrecha colaboración que mantiene con el Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BPI), el Banco de España participa regularmente en las reuniones bimensua-

les de gobernadores y en otras de alto nivel (como el Comité del Sistema Financiero Global y el Comité de Mercados), así como en las reuniones de economistas que semestralmente organiza el BPI y otras sobre temas de interés para los bancos centrales y supervisores.

Durante el año 2003, el Banco de España ha participado, en estrecha colaboración con el Ministerio de Economía, en la representación de España en el Fondo Monetario Internacional (FMI). Mediante un seguimiento permanente de la agenda del Directorio Ejecutivo, el envío de contribuciones para la discusión y la participación activa en estas discusiones, se han incrementado significativamente las aportaciones del Banco a la elaboración de las posiciones defendidas por la silla española en el FMI. Adicionalmente, el Banco ha seguido participando en otras reuniones del FMI en las que se discuten asuntos de su competencia, integrándose también, por primera vez, en el Comité de Balanzas de Pagos de dicho organismo.

La mayor presencia en el Fondo ha permitido al Banco desempeñar un papel más activo en los debates sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional. En materia de prevención de crisis financieras, cabe destacar las discusiones sobre diversas propuestas para mejorar la supervisión del FMI sobre sus países miembros y la búsqueda de posibles modificaciones o alternativas a la Línea de Crédito Contingente que expiró en noviembre del pasado año. En materia de resolución de crisis financieras, el debate vino marcado por la propuesta, sumamente controvertida, de crear un mecanismo estatutario para la reestructuración de la deuda soberana. Esta propuesta perdió paulatinamente apoyo en beneficio del enfoque contractual, que se ha traducido en la adopción de Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) —que facilitan los acuerdos entre deudores y acreedores en los procesos de reestructuración de la deuda— en las emisiones de deuda soberana por parte de un buen número de países emergentes. También se ha discutido, en este contexto, la adopción voluntaria de un Código de Buena Conducta en las reestructuraciones de deuda.

El Banco de España no solo es miembro colaborador del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), sino que, además, participa en su Junta de Gobernadores y en el Comité de Alternos, así como en otras reuniones monográficas sobre temas de banca central. Igualmente, el Banco es miembro colaborador de la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA), y participa activamente en sus Asambleas Anuales.

Junto con el Ministerio de Economía, el Banco de España ha seguido participando en las reuniones del Club de París, proporcionando asesoramiento técnico sobre las cuestiones tratadas en este Foro, que se ocupa de la renegociación de la deuda oficial bilateral. Cabe destacar también la participación de los expertos del Banco de España en diversos grupos de la OCDE, como el Comité de Política Económica, el Comité de Mercados Financieros, el Comité de Perspectivas Económicas a Corto Plazo y el Comité de Primas Únicas. El Banco de España ha mantenido también una fructífera relación de trabajo con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Mundial, con los que se ha colaborado en la organización de reuniones sobre asuntos de interés común y se han abordado proyectos de trabajo conjuntos.

En el ejercicio 2003 también se ha continuado potenciando las relaciones bilaterales entre el Banco de España y otros bancos centrales y autoridades de supervisión, con las que se han realizado reuniones de diversa índole. Mientras que con los países del área del euro existe una relación permanente de trabajo en el ámbito del Eurosistema (como se detalla en la sección 2), con numerosos bancos centrales y autoridades supervisoras de América Latina y los principales países desarrollados existen relaciones fluidas sobre temas de interés común.

A lo largo del año 2003, el Banco ha potenciado las actividades de cooperación técnica internacional, consciente de que la exportación de su experiencia técnica constituye un elemento clave de las relaciones internacionales. Con la aprobación de un Plan Director de Cooperación Técnica se ha establecido una oferta planificada de actividades, áreas temáticas y geográficas prioritarias, objetivos concretos de incremento de la actividad y un nuevo modelo de organización acorde con estos objetivos y prioridades. Las actividades de cooperación técnica llevadas a cabo en el año 2003 se han concentrado en América Latina y los países candidatos a la UE, principalmente en los ámbitos de la supervisión y regulación bancaria, sistemas de pagos, estadísticas y billetes.

3.2 CONFERENCIAS, REUNIONES Y SEMINARIOS ORGANIZADOS POR EL BANCO DE ESPAÑA

Durante el año 2003, el Banco de España organizó varias conferencias y seminarios sobre temas internacionales tan diversos como el ciclo económico en el área del euro o la integración regional, los mercados laborales y las perspectivas de crecimiento en América Latina. En este ámbito, cabe destacar la conferencia conjunta del Banco de España, el Banco Central Europeo y el Centre for Economic Policy Research (CEPR) sobre precios, productividad y crecimiento, que abordó temas relacionados con la identificación y medición de las fuentes de crecimiento económico. En la conferencia se hizo hincapié en el análisis de la evolución de la productividad en distintas áreas geográficas, en la influencia de los procesos de innovación tecnológica y en sus implicaciones para las políticas públicas. Además, el Banco ha participado en la organización de numerosos eventos públicos de carácter internacional, como la conferencia del director gerente del Fondo Monetario Internacional, Horst Köhler, en marzo; la XL Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano y la LXXV Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España, organizadas en colaboración con el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) en Sevilla, en el mes de mayo; o la presentación de dos informes del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) sobre aspectos relacionados con la situación económica en América Latina.

4 *Análisis económico e investigación*

Para asesorar a los órganos de gobierno del Banco de España en el cumplimiento de las funciones que tienen encomendadas, entre ellas, las relacionadas con la representación en el Eurosistema y en otros organismos internacionales, en varios departamentos del Banco se realiza un examen sistemático de los distintos aspectos de la economía española y de su entorno internacional, y se desarrollan los proyectos de investigación pertinentes que fundamentan el análisis.

El Banco trata de poner a disposición de la sociedad y de la comunidad científica los resultados de estos estudios, que se difunden a través de un conjunto de publicaciones muy diversas y con distintos niveles de especialización.

4.1 ÁREAS PRIORITARIAS DE ANÁLISIS

Los análisis que se realizan en el Banco de España tratan de enmarcar los distintos aspectos de la economía española en el contexto internacional en el que esta se desenvuelve.

Durante el pasado año, los estudios relacionados con las áreas externas a la zona euro han prestado una atención destacada a los problemas financieros de las economías emergentes y, en especial, a los de los países latinoamericanos. Se han estudiado, entre otros, los efectos de los desalineamientos cambiarios sobre la situación patrimonial de los agentes económicos y sobre la prima de riesgo soberano de estos países, la existencia de fenómenos de contagio en los mercados financieros emergentes, los determinantes del desarrollo financiero y de la inversión directa extranjera en estos países, así como la incidencia de los regímenes cambiarios sobre la política fiscal y los determinantes de los tipos de cambio de equilibrio.

También se han investigado temas de carácter global relacionados con la estabilidad financiera y el diseño de la política monetaria y las funciones de los bancos centrales. Igualmente, se han analizado diversos temas de la arquitectura financiera internacional y del proceso de convergencia nominal y real de los países en proceso de adhesión a la UE. Por último, hay que mencionar el desarrollo de algunos temas de carácter más monográfico, como la deflación en la economía japonesa, los desequilibrios de EEUU, la crisis bancaria en Argentina o las perspectivas de la economía brasileña.

El análisis de la zona euro ha puesto un especial énfasis en estudiar las divergencias macroeconómicas entre las economías del área y en la estimación de funciones de comportamiento del sector exterior. También se ha avanzado en el conocimiento del proceso de formación de costes y en otros aspectos relacionados con el funcionamiento del marco institucional en el que se encuadran las políticas fiscales.

Para seguir perfeccionando el instrumental que se utiliza en el análisis y previsión de la evolución de la economía española, en 2003 ha finalizado la reestimación de un modelo macroeconómico de carácter trimestral. También se han realizado avances en las áreas de modelización de precios y de las decisiones de gasto de los hogares. En el ámbito del mercado de trabajo, se ha progresado en el análisis de las características de la negociación colectiva, a partir de datos individuales de empresas. En el campo de las finanzas públicas y de la política fiscal, se ha prestado especial atención al impacto de las últimas reformas impositivas y de los determinantes de la tasa de participación en el mercado de trabajo de los segmentos de población de mayor edad.

En cuanto al análisis sectorial y a las políticas estructurales, se han estudiado los patrones de especialización productiva y comercial de la economía española, se ha profundizado en el análisis de la productividad, así como en la elaboración de estudios sectoriales (sobre el sector eléctrico y el sector de distribución al por menor), y se han analizado las implicaciones del envejecimiento de la población sobre el crecimiento.

Los estudios financieros se articularon en torno a tres grandes temas: la situación patrimonial del sector de las sociedades no financieras españolas y su influencia en las decisiones de inversión y empleo; la evolución del precio de la vivienda; y el estudio de algunas características relacionadas con el desarrollo de los intermediarios financieros nacionales.

Otras investigaciones se centraron en los determinantes de los diferenciales de inflación y en la caracterización en general de las diferencias cíclicas entre los países que componen la Unión Económica y Monetaria. Se ha estudiado, así mismo, el diseño de la política monetaria y el funcionamiento de los mercados monetarios en el área del euro, así como en los efectos de la política fiscal y su interacción con la política monetaria.

El análisis de la estabilidad financiera se ha dirigido al estudio y al seguimiento del negocio bancario, así como a los diferentes riesgos (de crédito, de mercado, etc.) asumidos por las entidades de depósito, a la rentabilidad obtenida y al nivel de solvencia alcanzado en España y en Europa. En lo que respecta a la política de regulación bancaria, los esfuerzos se han concentrado, por una parte, en el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea y, por otra, en la reforma de la normativa contable y, muy en particular, de la normativa sobre provisiones para insolvencias. En cuanto a Basilea II, se ha estudiado el impacto del nuevo acuerdo en la financiación a las PYMES. En los temas relacionados con las provisiones, se está trabajando en el diseño de un nuevo sistema que, de alguna forma, mantenga los importantes elementos prudenciales que hay en el sistema todavía en vigor. Finalmente, se ha puesto especial interés en la modelización del riesgo de cré-

dito en las entidades de depósito, tanto a nivel micro como macroeconómico, y en el estudio del papel que juegan las garantías bancarias.

4.2 RELACIONES CON LA COMUNIDAD ACADÉMICA

El Banco de España mantiene lazos con la comunidad académica, así como con otros bancos centrales y organismos internacionales, con el propósito de buscar una interacción e intercambio de conocimientos y estimular el aprendizaje de los últimos desarrollos en el análisis económico. El compromiso de intercambios con la comunidad científica se desarrolla a través de un programa de visitantes y colaboradores externos, con el que se trata de potenciar proyectos específicos que se consideran estratégicos en distintas áreas.

Además, participa en diversas redes de investigación sobre temas que estimulen la colaboración con otros bancos centrales, así como con expertos internacionales. Pueden citarse, por su relevancia, la finalización de la *Monetary Transmission Network* y el comienzo de la *Inflation Persistence Network* en el contexto del Eurosistema, y la participación en la Red de Investigadores de Bancos Centrales del Continente Americano y del Banco Interamericano de Desarrollo, o en congresos organizados por el Comité de Basilea.

Se debe mencionar también la colaboración en temas de investigación con el Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI), fundación creada por el Banco de España cuyos fines son la formación y la investigación en el ámbito de los estudios económicos.

Por último, el Seminario de Investigación Económica invita de forma regular a distintos especialistas, tanto nacionales como internacionales, para debatir temas de interés que potencien el desarrollo de los trabajos de investigación en las distintas áreas del Banco.

4.3 DIFUSIÓN Y COMUNICACIÓN

El Banco difunde sus trabajos de forma regular a través de su *Boletín Económico Mensual*. El *Boletín* recoge distintos informes sobre los principales aspectos de la economía española e internacional, así como otros artículos sobre temas específicos y resúmenes divulgativos de los principales temas de investigación desarrollados.

En el año 2003, se decidió crear una nueva publicación titulada Documentos Ocasionales. Con ella se trata de dar difusión a trabajos de diferente índole realizados en el Banco de España y que se consideran de interés general. La serie de Documentos de Trabajo, por su parte, queda reservada a trabajos de investigación en el campo de la economía y las finanzas que tratan de profundizar en el conocimiento tanto de la economía española como de su entorno internacional. Dichos trabajos están sujetos a un proceso de evaluación externa anónima que garantiza la calidad y originalidad de los mismos. En 2003, se publicaron 22 documentos de trabajo y 9 documentos ocasionales, todos ellos accesibles en el sitio web del Banco (www.bde.es).

Por otra parte, *Estabilidad Financiera* es una revista semestral que inició su andadura en el 2001, con el objetivo de servir de canal de comunicación y diálogo en cuestiones relacionadas con la regulación y supervisión prudenciales. Además del «Informe de Estabilidad Financiera», que contiene un exhaustivo análisis de los riesgos, la rentabilidad y la solvencia de las entidades de depósito españolas, esta revista recoge otros artículos, tanto de carácter institucional como personales de investigadores y profesionales del sistema financiero. En el año 2003, la revista ha prestado especial interés a los temas relacionados con el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea, el cambio del marco contable, el gobierno de las empresas y la especialización de las entidades de crédito europeas.

Los economistas del Banco participaron de forma regular en seminarios y congresos de carácter nacional e internacional que cubren sus áreas de especialización, presentando trabajos

y discutiendo los presentados por académicos e investigadores de otras instituciones. Por último, la proyección y el reconocimiento de calidad de los trabajos culmina con su publicación en diversas revistas especializadas. En 2003, por ejemplo, se pueden destacar las publicaciones de economistas del Banco en revistas tan prestigiosas como el *Journal of Finance*, *Journal of Banking and Finance*, *European Economic Review*, *Journal of Monetary Economics*, *Economic Journal*, *Investigaciones Económicas*, *Hacienda Pública*, *Moneda y Crédito* o *Revista de Economía Aplicada*.

5 Supervisión y regulación bancaria

5.1 ACTUACIONES

SUPERVISORAS

A fecha 31 de diciembre de 2003, existían 350 entidades de crédito supervisadas por el Banco de España, según el desglose reflejado en el cuadro VI.1. Además, de acuerdo con lo previsto en la ley, el Banco realiza también funciones de supervisión de entidades de otra naturaleza.

Adicionalmente, el Banco de España es responsable de la supervisión de forma consolidada de los grupos de entidades de crédito españoles, en los que se incluyen 122 entidades de crédito extranjeras.

Durante el ejercicio 2003, el Banco ha continuado perfeccionando sus métodos y procedimientos de supervisión y, en particular, ha actualizado los criterios mediante los que el perfil de riesgo de las entidades contribuye a la planificación de las actuaciones a corto y medio plazo y a desarrollar estrategias supervisoras concretas, con el objetivo de que las entidades apliquen medidas que conlleven la mejora de su propio perfil de riesgos.

Tras las actuaciones supervisoras realizadas a lo largo del ejercicio 2003, el Banco remitió a las entidades 127 escritos de recomendaciones y requerimientos, de acuerdo con el desglose del cuadro VI.2

De entre los 596 requerimientos y recomendaciones contenidos en los 127 escritos citados, los formulados con mayor frecuencia se han referido a la valoración, gestión y control del riesgo de crédito (correcciones valorativas, mejora de los sistemas de concesión y seguimiento, conveniencia de reflexionar sobre el volumen dedicado a financiar la actividad promotora inmobiliaria, etc.); a la actividad tesorera y en los mercados de capitales; a incumplimientos de normas de obligada observancia con distinto alcance (transparencia en las relaciones con la clientela, declaraciones a la Central de Información de Riesgos, declaraciones al Registro de Altos Cargos, límites de concentración de riesgos, participaciones cualificadas e inmovilizado, etc.); a aspectos generales de la evolución de la entidad supervisada, su actuación o controles; y a la necesidad de practicar correcciones valorativas y rectificaciones contables por conceptos diversos.

En 2003, el Banco ha adoptado también una de las medidas cautelares previstas en la legislación —la intervención— con respecto a una entidad de crédito española: el banco Eurobank del Mediterráneo, SA, que en la fecha de la intervención tenía 209 millones de euros en depósitos captados de clientes. La medida fue seguida de la solicitud de suspensión de pagos formulada por la propia entidad y de la rápida actuación del Fondo de Garantía de Depósitos, que actualmente garantiza hasta 20.000 € a cada uno de los depositantes, de acuerdo con el marco legal de garantías vigente en los sistemas financieros avanzados, cuyo objeto es otorgar una protección concreta a los depositantes. En todo caso, la situación por la que ha atravesado Eurobank constituye un episodio ocasional y aislado que no ha afectado ni puesto en peligro la estabilidad del sistema bancario, que sigue gozando de elevados niveles de solvencia, rentabilidad y eficiencia. En el sitio web del Banco puede consultarse la intervención del Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso, el 17 de septiembre de 2003, en la que

	31.12.2003
Entidades de crédito	350
Bancos	80
Cajas de ahorros	47
Cooperativas de crédito	86
Sucursales de entidades de crédito extranjeras	58
Establecimientos financieros de crédito	78
Entidades de crédito oficial	1
Otras entidades	145
Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento	23
Establecimientos de cambio	55
Sociedades de tasación	67

ESCRITOS DE REQUERIMIENTOS Y RECOMENDACIONES A ENTIDADES SUPERVISADAS

	2003
Entidades de crédito	105
Bancos	29
Cajas de ahorros	26
Cooperativas de crédito	29
Sucursales de entidades de crédito extranjeras	5
Establecimientos financieros de crédito	16
Otras entidades	22
Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento	3
Establecimientos de cambio	10
Sociedades de tasación	9

explicó la evolución de la entidad en el período anterior a la intervención y la actuación del Banco de España con respecto a ella.

De acuerdo con lo previsto en nuestra legislación, durante el ejercicio 2003 el Banco ha colaborado activamente con las demás autoridades supervisoras nacionales, tales como la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (con las que se han firmado protocolos de cooperación), las autoridades autonómicas con competencias supervisoras y el Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias. Asimismo, se ha mantenido una estrecha colaboración con las autoridades supervisoras extranjeras, especialmente con las de los países latinoamericanos en los que los grupos españoles tienen una presencia más significativa. El Banco de España ha participado activamente en los foros internacionales de supervisión de los que forma parte (véase el apartado 3.1).

5.2 ACTIVIDAD SANCIONADORA

Por lo que respecta a los expedientes sancionadores incoados durante el año 2003, se han abierto 24 expedientes a entidades supervisadas y 56 expedientes a administradores o directivos de las mismas. La tipología de entidades supervisadas que han sido objeto de un procedimiento discipli-

nario mantiene una distribución similar a la de años precedentes. Así, se han incoado expedientes a 3 bancos, 2 establecimientos financieros de crédito, 3 sociedades de tasación, 8 establecimientos de cambio de moneda y 3 establecimientos de cambio no autorizados, y un expediente a titulares de participaciones significativas de entidades de crédito; por último, se han tramitado 4 expedientes por incumplimiento del coeficiente de reservas mínimas del Banco Central Europeo.

Por otra parte, por lo que se refiere a los expedientes sancionadores resueltos por el Banco de España a lo largo del año 2003, cabe decir que durante ese período lo han sido un total de 20 expedientes sancionadores a entidades supervisadas y 42 expedientes seguidos a administradores o directivos de las mismas. En cuanto al tipo de infracciones apreciadas en los expedientes tramitados y resueltos en este período, se han impuesto, por parte de las autoridades competentes, por un lado, sanciones a entidades supervisadas por la comisión de 9 infracciones muy graves, 35 graves y 5 leves y, por otro, a los administradores y directivos de las mismas, sanciones por la comisión de 59 infracciones muy graves y 131 graves. Asimismo, se han impuesto 4 sanciones derivadas de incumplimiento del coeficiente de reservas mínimas del Banco Central Europeo, 3 como consecuencia de la utilización de denominaciones reservadas a las entidades de crédito, así como otras 3 por la realización de actividades de cambio de moneda sin autorización.

5.3 CAMBIOS NORMATIVOS

En lo que se refiere a las normas de ordenación y disciplina a las que están sujetas las entidades de crédito y otros intermediarios financieros, la actividad legislativa ha tenido, durante 2003, un carácter predominantemente técnico, sin que, salvo en el caso de las cajas de ahorros, que se expone más adelante, se hayan dictado normas que hayan supuesto cambios trascendentales en el marco jurídico. Las principales novedades normativas, que se detallan en el anejo legislativo, han incidido en los siguientes aspectos:

- Dentro de las normas de protección de la clientela: en la regulación de las operaciones mediante cajero automático¹, a fin de exigir información previa *on line* acerca del coste de realizar las operaciones más habituales, y en la actualización y ampliación del alcance, en ciertos aspectos concretos, de la Ley de Crédito al Consumo².
- En la regulación del mercado hipotecario, donde se ha reforzado y clarificado, a través de la nueva Ley 22/ 2003 de 9 de julio, Concursal, la posición de los tenedores de títulos hipotecarios. Además, se ha favorecido la oferta de instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de interés en los préstamos hipotecarios, abaratando su subrogación o novación³, y, finalmente, se ha reforzado la transparencia y la prudencia de las tasaciones de los inmuebles que deben garantizar los préstamos concedidos en ese mercado⁴.
- En el ámbito de la solvencia de las entidades de crédito, donde destaca la clarificación del régimen fiscal y de computabilidad como recursos propios de las participaciones preferentes, en especial, de las que ahora pueden emitir en España empresas constituidas a tal fin⁵ y la transposición final de varias Directivas comunitarias,

1. Orden PRE/1019/2003, de 24 de abril, sobre transparencia de los precios de los servicios bancarios prestados mediante cajeros automáticos. 2. Modificada por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social (Ley de Acompañamiento). 3. Ver Real Decreto-Ley 2/2003, de 25 de abril, de medidas de reforma económica. 4. Ver Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras. 5. A través de la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capital y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención de blanqueo de capitales.

relacionadas, fundamentalmente con la valoración y cobertura de diversos riesgos ligados a las operaciones con valores e instrumentos derivados⁶.

En el caso de las cajas de ahorros, la Ley 26/2003, de 17 de julio, y la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, han introducido importantes modificaciones en su régimen corporativo, en especial mediante la creación de nuevos órganos (comisiones de inversiones y retribuciones y, en su caso, de auditoría) y la introducción de nuevos elementos en el régimen de representación de impositores y corporaciones municipales en los órganos de gobierno, todo ello, sin olvidar la nueva información anual sobre gobierno corporativo que deberán facilitar al público a partir del próximo ejercicio.

El Banco de España publica anualmente una *Memoria de Supervisión Bancaria en España* con objeto de aumentar el conocimiento público de las funciones supervisoras y regulatorias que tiene encomendadas y de las actuaciones realizadas en cada ejercicio. La Memoria puede consultarse en el sitio web del Banco.

6 Funciones operativas

6.1 LA GESTIÓN DE LOS ACTIVOS DEL BANCO DE ESPAÑA

Los bancos centrales son responsables de la instrumentación de la política monetaria. En el área del euro, esta actuación se lleva a cabo de manera coordinada entre el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales; aquel toma las decisiones de política monetaria y estos formalizan las operaciones correspondientes de oferta de liquidez con las entidades de crédito de su demarcación. En este contexto, durante el ejercicio 2003, el Banco de España continuó evaluando la calidad de las garantías presentadas por el sistema bancario, formalizando las pólizas de pignoración de las mismas e instrumentando las operaciones de préstamo y «repo» con las contrapartidas. Los importes medios concedidos a estas operaciones aumentaron un 45% en el año 2003, alcanzando un saldo medio de 19.326 millones de euros.

La intensa expansión de los billetes en euros registrada en los dos años de vida de la nueva moneda y la no intervención del Eurosistema en los mercados de divisas han sentado las bases para gestionar de una manera más eficaz los activos interiores y exteriores del Banco de España. En el año 2003, el Banco emisor ha reducido de manera significativa sus tenencias de activos denominados en moneda extranjera para atenuar su exposición a perturbaciones cambiarias y ha aumentado, en correspondencia, sus activos de renta fija en euros, constituyendo una cartera de bonos que al cierre del ejercicio pasado se situaba en el entorno de los 23.000 millones de euros.

6.2 LA ACTUACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

La Ley Financiera de 22 de noviembre de 2002 dispuso la integración de los sistemas de compensación, registro y liquidación de los mercados de valores españoles en la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, SA (Iberclear). Como titular de la Central de Anotaciones de Deuda Pública, el Banco de España procedió a realizar los trámites legales con el Servicio de Compensación y Liquidación de las Bolsas para poner en marcha la nueva sociedad, que quedó constituida con fecha 1 de abril de 2003. El Banco aportó los activos materiales e inmateriales de la Central de Anotaciones y pasó a disponer de, aproximadamente, un 40% de las acciones de la nueva sociedad.

Iberclear quedó integrada en Bolsas y Mercados Españoles, SA, *holding* propietario de las sociedades rectoras de todos los mercados oficiales de valores y de sus sistemas de registro y liquidación. Una vez constituida Iberclear, el Banco de España negoció la entrega de su participación a Bolsas y Mercados Españoles (BME), intercambiando su paquete accionario por,

6. Circular 31/2003, de 24 de junio, sobre entidades de crédito, modificación de la Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos (BOE de 7 de julio).

aproximadamente, el 10% de las acciones de Bolsas y Mercados Españoles, quedando, por consiguiente, como uno de los principales accionistas de la sociedad-*holding*. Para ello, suscribió íntegramente la ampliación de capital que se llevó a cabo en septiembre de 2003.

6.3 LA GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE PAGOS

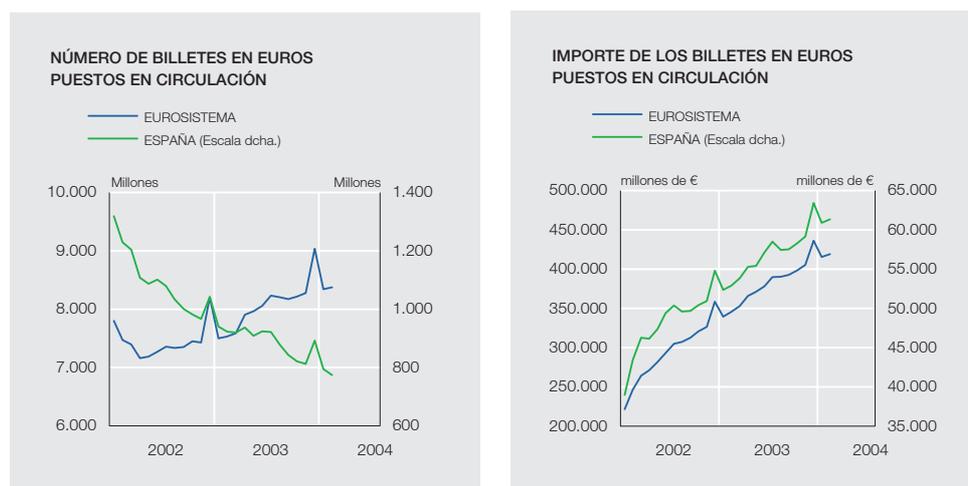
El Banco de España gestiona directamente el sistema bruto de pagos al por mayor denominado SLBE (Sistema de Liquidación del Banco de España), que es uno de los componentes del Sistema TARGET, núcleo operativo básico del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Es accionista de la Sociedad de Pagos Interbancarios y administra el Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE). En el año 2003, el SLBE ha operado con plena fiabilidad, formalizando más de tres millones de operaciones, por un importe total de 70 billones de euros. Asimismo, el Banco de España ha administrado el SNCE, que es el único sistema de pagos al por menor existente en España, donde se han intercambiado un total de 1.145 millones de transacciones en forma de transferencias, cheques, pagarés, efectos de comercio y adeudos domiciliados. También ha participado en el SPI (Servicio de Pagos Interbancarios), intercambiando órdenes de pago procedentes del exterior.

A lo largo del ejercicio 2003, se han debatido con el sistema bancario y se han acordado las líneas básicas de reforma de los sistemas de pagos españoles. Siguiendo unas líneas de transformación muy parecidas a las que se vienen aplicando en otros países de la zona del euro, esta reforma consistirá en la supresión del SPI y la absorción en el SLBE de los grandes pagos que circulan por este sistema. Los pagos de menor cuantía quedarán subsumidos en el SNCE. Se aprovechará también la reforma para mejorar la administración del SNCE, asignándola a una sociedad anónima propiedad del sistema bancario, eliminando prácticamente en su totalidad los pagos de gran importe que discurren por este sistema al por menor y trasladándolos a SLBE, que es un sistema más seguro donde los pagos se asientan en firme en tiempo real.

6.4 LA GESTIÓN DE LOS BILLETES

Como parte integrante del Eurosistema, en el año 2003, el Banco de España ha prestado al sistema bancario los servicios de emisión y retirada de billetes en euros. España es un país receptor de turistas extranjeros, que llegan a nuestro país con tenencias importantes de billetes en euros —normalmente de baja denominación— para liquidar sus gastos en bienes y servicios. En consecuencia, en los dos años de vigencia del euro, la colocación neta por el Banco de España de billetes de baja denominación se ha ido reduciendo de manera progresiva, mientras que la emisión neta de billetes de alta denominación ha avanzado con normalidad. De acuerdo con esta tendencia, el valor de los billetes en euros puestos en circulación por el Banco de España ha registrado tasas positivas de variación, pero no tan intensas como las del conjunto del Eurosistema, mientras que el número de billetes emitidos ha descendido a lo largo de 2002 y 2003, como puede observarse en el gráfico VI.1.

Si en vez de flujos netos se consideran magnitudes brutas, cabe señalar que el volumen y el importe de los billetes en euros ingresados en las cajas del Banco ha mantenido, durante el ejercicio 2003, su ritmo normal, mientras que el número y el importe de los billetes entregados al sistema bancario ha disminuido ligeramente. Ello ha supuesto una menor emisión neta de billetes por parte del Banco de España en relación con el conjunto del Eurosistema, pero ha significado, al mismo tiempo, un trabajo equivalente de recepción, clasificación y destrucción de billetes en euros, con el fin de mantener la calidad del numerario en circulación. En el transcurso del año 2003, el Banco de España ha recibido y seleccionado 2.360 millones de billetes, de los cuales ha destruido 615 millones y ha dejado listos para volver a circular 1.745 millones de unidades. Estas cifras son comparables con las equivalentes al año 2002, a pesar de que en dicho ejercicio se procedió a la destrucción de 2.000 millones de billetes en pesetas, dejando para el año 2003 una parte del esfuerzo de selección de billetes en euros.



CANJE DE PESETAS POR EUROS

CUADRO VI.3

PERÍODO	BILLETES		MONEDAS	
	MILLONES DE UNIDADES	IMPORTES (MILLONES DE EUROS)	MILLONES DE UNIDADES	IMPORTES (MILLONES DE EUROS)
Circulación (31.12.2001)	1.379	46.401	11.684	2.522
Canje 2002	1.307	45.113	5.735	1.579
Canje 2003	5	132	87	19
Circulación (31.12.2003)	67	1.156	5.862	924

Durante este ejercicio ha continuado, asimismo, el canje de billetes y monedas en pesetas en cuantías cada vez menores, pero significativas, tal como puede observarse en el cuadro VI.3, que detalla los importes canjeados en los dos últimos ejercicios.

7 Estadísticas

7.1 LA FUNCIÓN ESTADÍSTICA DEL BANCO DE ESPAÑA

La función estadística del Banco de España está enmarcada en el ámbito de la Ley 12/1998, por la que se modifica la Ley 13/1994 de Autonomía del Banco de España, y por los Reales Decretos que, a tenor de lo dispuesto en la Ley 12/1989 de la Función Estadística Pública, recogen cada cuatro años las estadísticas incluidas en el Plan Estadístico Nacional⁷. Las principales estadísticas que elabora y difunde el Banco de España en el marco de la Ley de Autonomía son las relativas a las instituciones y mercados financieros y a los tipos de interés, aunque la información de base de alguna de las estadísticas incluidas en esos ámbitos procede de otros organismos supervisores (Comisión Nacional del Mercado de Valores — CNMV — y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones — DGS —). Las que se elaboran y difunden en el marco del Plan Estadístico Nacional son, por un lado, la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional y, por otro, las Cuentas Financieras de la Economía Española. Además, el Banco de España compila y difunde, por medio de su Central de Balances, información sobre la situación patrimonial y los resultados de las sociedades no financieras, que se basan en cuestionarios cumplimentados voluntariamente por las empresas colaboradoras, y compila, por medio de su Central de Información de Riesgos (CIR), información indi-

7. El artículo 7.5.f) de la Ley de Autonomía del Banco de España, reformado por la Ley 12/98, recoge entre las funciones del Banco de España la de «elaborar y publicar las estadísticas relacionadas con sus funciones y asistir al Banco Central Europeo en la recopilación de la información estadística necesaria para el cumplimiento de las funciones del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)».

vidualizada de los riesgos de crédito que mantienen las entidades declarantes (fundamentalmente las entidades de crédito) con su clientela. Esta información es utilizada por las propias entidades declarantes en la concesión y seguimiento de sus riesgos y por el Banco de España, manteniendo la confidencialidad de los datos individuales, en tanto que fuente de trabajos derivados de sus funciones supervisora y estadística.

Las referencias previas no definen totalmente la función estadística del Banco de España. Sus servicios no solo se ocupan de elaborar estadísticas, es decir, de compilar la información que se utiliza para producir estadísticas mediante circulares específicas dirigidas a las unidades sujetas a su supervisión (y mediante el acceso a los registros contables y administrativos generados por el Banco en el desempeño de las funciones que tiene asignadas). Además, el propio Banco de España es usuario de las estadísticas producidas por el resto de las agencias y supervisores nacionales (INE, IGAE, Ministerios, CNMV, DGS, etc.) e internacionales, en algunos casos con el fin de completar sus estudios sobre la financiación de las diversas agrupaciones institucionales (caso de las estadísticas de la deuda pública a efectos del Protocolo sobre el Déficit Excesivo) y, en general, para poner estas informaciones a disposición de los analistas del propio Banco y de los estudiosos en general, con indicación de la fuente, cuando esta no es el propio Banco de España.

Estas actividades se completan con la activa participación de representantes del Banco de España en los foros estadísticos internacionales (en el ámbito del SEBC, Comisión Europea, Comité Europeo de Centrales de Balances, FMI, BIS, OCDE, etc.), y con el mantenimiento de una serie de publicaciones estadísticas, con especial atención a la difusión electrónica a través del sitio web del Banco, así como de bancos y bases de datos que posibilitan el estudio de la evolución en el tiempo de todas las variables.

7.2 PRINCIPALES NOVEDADES DURANTE 2003

Durante 2003, se ha llevado a cabo la actualización de las estadísticas a cargo del Banco de España con los niveles de calidad normalmente aceptados y su difusión dentro de los plazos establecidos. Esa actualización incorpora las novedades y mejoras metodológicas que se recogen en cada una de las publicaciones. De entre ellas, merecen destacarse las que se reseñan a continuación.

7.2.1 Estadísticas de instituciones y mercados financieros y de tipos de interés. Cuentas financieras

En el ámbito de los trabajos que se llevan a cabo en el SEBC, cabe destacar:

1. La nueva estadística de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito residentes a los depósitos recibidos de los hogares y las sociedades no financieras residentes en la zona del euro (y a los préstamos y créditos concedidos a ambos sectores). Esta estadística comprende 45 indicadores de tipos e importes, tanto de nuevas operaciones como de saldos, y está armonizada con las que, coordinadamente, se han empezado a difundir por el Banco Central Europeo y los restantes bancos centrales nacionales de los países de la zona del euro.
2. Los detalles mensuales (anteriormente solo se disponía de detalles trimestrales) por subsectores y naturaleza de los depósitos recibidos por las entidades de crédito residentes de los «otros sectores residentes» (y de los préstamos y créditos concedidos a los mismos).
3. Se han iniciado los trabajos de puesta en funcionamiento de una Base de Datos Centralizada de Valores/ *Centralised Securities Data Base* (CSDB), que permitirá disponer de información individualizada (es decir, valor a valor) de las características más relevantes de todos los valores emitidos por las distintas agrupaciones institu-

cionales de los países de la UE y de los de mayor negociación en los mercados internacionales de los valores emitidos por residentes en terceros países.

Por último, y en lo que respecta a las Cuentas Financieras Trimestrales de la Economía Española en términos del SEC 95, durante 2003 se ha ampliado la serie histórica previa (1995-2002) hasta el año 1990, de forma que se dispone ahora de una serie trimestral 1990-2003.

7.2.2 Estadísticas de Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional

Las principales novedades en este campo son las siguientes:

1. La contribución española a la Presentación Monetaria de la Balanza de Pagos de la UEM, estadística con periodicidad trimestral que el Banco Central Europeo empezó a difundir en junio de 2003. Esta nueva presentación, que ha requerido un trabajo previo para asegurar la consistencia de la Balanza de Pagos y las Estadísticas Monetarias, permite analizar las transacciones con el exterior que inciden en la evolución de las magnitudes monetarias.
2. La implantación de un nuevo sistema de recogida de información sobre inversiones de cartera que facilita datos detallados valor a valor. Los datos obtenidos por este nuevo sistema de compilación se han utilizado en la contribución española a la Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera del FMI y se incorporarán a la elaboración de la Balanza de Pagos y a la Posición de Inversión Internacional a lo largo de 2004, lo que mejorará notablemente su calidad. Además, este sistema de información permitirá, en un futuro próximo, mejoras en la calidad y homogeneidad gracias a la utilización de la CSDB, que está llamada a convertirse en una importante fuente para la elaboración de la inversión de cartera de la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional.
3. La publicación en el sitio web del Banco de una nueva estadística trimestral de deuda externa de España.

7.2.3 Resultados de las sociedades no financieras según la Central de Balances

La base de datos anual (CBA) y la trimestral (CBT), constituidas a partir de la colaboración voluntaria de las empresas, han consolidado la recepción de cuestionarios de más de 8.000 empresas medianas y grandes (cuyo valor añadido bruto, VAB, es, aproximadamente, el 30% del VAB del total del sector) y de más de 800 grandes empresas (cuya cobertura es próxima al 20%). La base constituida a partir de la información de pequeñas empresas facilitada a la Central de Balances por los Registros Mercantiles con datos coherentes supera ya las 250.000 empresas (cobertura de alrededor del 8%). Durante 2003, la política de ampliación de estas bases ha dado prioridad a la incorporación de empresas de las actividades relevantes para el estudio de la «nueva economía» y de otras actividades (como comercio), cuyo seguimiento era de especial interés para los análisis que viene realizando el Banco de España.

7.2.4 Central de Información de Riesgos

La regulación básica de la Central de Información de Riesgos (CIR) fue modificada por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. En el capítulo VI de dicha Ley, que entró en vigor en mayo de 2003, se establece que la CIR tiene como objeto principal facilitar a las entidades declarantes datos necesarios para el ejercicio de su actividad, permitir el adecuado ejercicio de las competencias de supervisión e inspección y contribuir al correcto desarrollo de las restantes funciones que el Banco de España tiene legalmente atribuidas. Durante el año 2003, se estuvo trabajando en la publicación de una Orden que desarrolla dicha Ley (que finalmente se aprobó el 11 de marzo de 2004) y en la reforma de la Circular 3/1995, que regula el funcionamiento de la CIR (que está previsto que se apruebe próximamente), así como en una profunda modificación de los programas informáti-

cos que se utilizan en su gestión, para que, además de que cumplan con la nueva regulación, empleen la más avanzada tecnología en administración de bases de datos.

8 Servicio de reclamaciones

8.1 ESTADÍSTICAS

Durante 2003, el Servicio de Reclamaciones ha visto incrementar el número de expedientes hasta 5.313, cifra superior en un 23,9% a la del año anterior, que duplica las presentadas hace tres años. La causa determinante del incremento radica tanto en el aumento del número de operaciones bancarias como en el mayor conocimiento por el usuario de servicios bancarios de los derechos que le asisten. La mayoría de entidades reclamadas han sido bancos, con más de un 65% del total de las reclamaciones efectuadas.

8.2 CRITERIOS GENERALES

El Servicio de Reclamaciones resuelve las reclamaciones sobre la base de las denominadas «buenas prácticas y usos bancarios», en las que cualquier entidad debe fundamentar las relaciones mercantiles con su clientela. Estos principios se basan tanto en la normativa sobre la materia, como en el derecho común y en los principios generales del Derecho. Dentro del catálogo general de criterios mantenidos por el Servicio, destacan por su importancia a lo largo del ejercicio 2003 los siguientes:

1. El criterio sostenido por el Servicio de Reclamaciones, en relación con la interpretación de la Ley 2/1994 sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios, sobre la prevalencia del derecho de enervación de la entidad acreedora frente a la voluntad del prestatario. Esta opinión ha sido sostenida recientemente en Sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo de 25 de noviembre de 2003, en virtud de la cual, si la entidad prestamista ofrece condiciones iguales a las de aquella otra que pretende subrogarse, la subrogación quedará enervada.

2. La inaplicación a los titulares de préstamos hipotecarios concedidos con anterioridad a la entrada en vigor del Real Decreto Ley 2/2003, de 25 de abril, de la nueva comisión del 0,5% por amortización anticipada de la deuda, que solo es aplicable cuando se lleve a cabo una subrogación en un préstamo hipotecario a interés variable concertado a partir del 27 de abril de 2003 — fecha de entrada en vigor de la disposición citada —, permaneciendo vigente para el resto la comisión máxima del 1%.

3. Las recomendaciones sobre las cautelas en el envío y circulación de efectos que garanticen la recepción por su destinatario, el empleo de modalidades de emisión de instrumentos que disminuyan el riesgo y cautelas en las comunicaciones cursadas a la clientela por las entidades.

8.3 CREACIÓN DE LOS COMISIONADOS PARA LA DEFENSA DE LOS CLIENTES DE SERVICIOS FINANCIEROS

La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero establece, entre sus objetivos, que el aumento de la eficiencia y competitividad del sistema financiero español no provoque la desprotección de los clientes de servicios financieros. Para ello, con la creación de los Comisionados para la Defensa de los Clientes de Servicios Financieros adscritos a cada uno de los tres organismos supervisores, se han reforzado los cauces de reclamación que el ordenamiento ya ofrecía a la clientela de este tipo de servicios.

Con su aparición y puesta en marcha se potencia la autonomía de los actuales servicios de reclamaciones o unidades equivalentes, que quedan adscritos funcionalmente a los mismos dentro de las autoridades supervisoras correspondientes, para hacer valer su dilatada experiencia en este campo. A la vez, se vigoriza su carácter en el área consultiva, que tienen encomendada, dentro del doble ámbito de la protección de los derechos de clientes de servicios financieros y del reforzamiento de la transparencia y las buenas prácticas y usos financieros.

El desarrollo reglamentario de la normativa que rige su funcionamiento, materializado en el Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero, regula aspectos referidos a la figura de los Comisionados, como su nombramiento; rango; procedimiento de resolución de quejas, reclamaciones y consultas; funciones y contenido de la Memoria que han de publicar.

La defensa global del consumidor de productos financieros se ve completada por la Orden Ministerial sobre órganos internos de defensa del cliente de las entidades financieras, que, atendiendo al mandato contenido en la Ley 44/2002, tiene por objeto regular el funcionamiento de los departamentos y servicios de atención al cliente, así como de la figura del defensor del cliente, como paso previo a la posterior interposición de una reclamación al Comisionado competente por razón de la materia.

9 Comunicación externa

9.1 POLÍTICA

DE COMUNICACIÓN

La política de comunicación del Banco de España está orientada a mejorar el conocimiento público de las funciones de la institución, de la política monetaria y del funcionamiento del sistema financiero, con el objetivo de generar confianza, tanto en el público como en los agentes financieros.

Las acciones de comunicación del Banco están presididas por la búsqueda de un objetivo, obligado para cualquier banco central: garantizar la máxima credibilidad, procurando, además, ofrecer la mayor transparencia posible dentro de los límites legales.

9.1.1 Relaciones

con los medios de comunicación

A lo largo del año 2003, se ha iniciado, como complemento de las conferencias de prensa habituales, una nueva estrategia de relaciones con los medios de comunicación, cuyo principal objetivo es intensificar y optimizar la relación con la sociedad a través de los contactos del Banco con los profesionales de la información.

Las comparecencias públicas del Gobernador constituyen una vía fundamental de difusión de los puntos de vista del Banco sobre la evolución de la situación económica y del sistema financiero. En 2003, acudió a las comisiones de Economía y Hacienda (junio) y de Presupuestos (octubre) del Congreso, y a la Comisión de Presupuestos del Senado (noviembre), así como a distintos foros de ámbito nacional e internacional. Asimismo, los discursos e intervenciones públicas de los miembros de los órganos de gobierno del Banco, junto con las entrevistas en medios de comunicación, contribuyen a hacer públicos los criterios del Banco sobre distintos aspectos relacionados con su actividad y con el panorama económico global.

Dentro de esta estrategia de comunicación, se ha desarrollado un programa de formación económico-financiera para profesionales especializados de los medios. Además, se ha puesto en marcha una línea de contactos con medios de comunicación nacionales y extranjeros y se han promovido encuentros a alto nivel entre el Banco y los medios. En paralelo a la atención personalizada, el Banco ha mejorado los servicios que ofrece a los periodistas a través de Internet, con la creación de una sala de prensa virtual que recoge información de utilidad para el desarrollo de su labor profesional (notas informativas, intervenciones públicas, agenda, selección de titulares y galería fotográfica).

También ha merecido especial atención por parte de la prensa, fundamentalmente la de carácter local y regional, la segunda fase del plan de reestructuración de la red de sucursales del Banco. Con el fin de satisfacer esta demanda, se han elaborado materiales explicativos específicos y se han organizado encuentros informativos en las diez sucursales que cesaban sus actividades el 31 de diciembre de 2003.

Por último, cabe destacar la puesta en marcha de un programa de relaciones con los medios extranjeros en el marco de la creciente actividad internacional del Banco de España (véase la sección 3). Además, la designación del Gobernador como presidente del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en mayo de 2003 y los avances en el Acuerdo de Capital alcanzados en la reunión celebrada en Madrid en octubre de 2003 han sido objeto de un intenso seguimiento por parte de la prensa especializada, por lo que se han intensificado los contactos con medios de comunicación de ámbito internacional. En este sentido, el Banco está realizando un importante esfuerzo divulgativo para explicar los puntos básicos del nuevo acuerdo y sus efectos sobre la supervisión bancaria y el sistema financiero.

9.2 PROGRAMA DE COMUNICACIÓN INSTITUCIONAL

El año 2003 ha supuesto también un decisivo impulso para la comunicación institucional en el Banco de España, gracias a la definición y ejecución de un plan de imagen institucional encaminado a aumentar la presencia del Banco de España en la sociedad. Además del desarrollo de una nueva identidad gráfica y de la reestructuración de su sitio web, el Banco ha intensificado su programa de visitas a su sede central, en Madrid. A lo largo del año, se han coordinado nueve visitas institucionales con el doble objetivo de acercar al patrimonio histórico-artístico del Banco a destacadas personalidades del mundo de la comunicación, las finanzas, la empresa o la Universidad, y de propiciar encuentros informativos con el Gobernador y el Subgobernador. Asimismo, ha continuado la política de visitas guiadas semanales para grupos. Con el objeto de complementar las explicaciones ofrecidas durante esta actividad, se ha editado un folleto de carácter institucional, *Banco de España 1782-2002*, en el que se incluye un recorrido por la historia, las funciones, la arquitectura y la colección artística del Banco de España, así como por los servicios que presta al ciudadano.

9.2.1 La nueva identidad gráfica institucional

Con el fin de dotarse de una identidad gráfica homogénea y adaptada a la nueva realidad del Banco de España en el contexto de su pertenencia al Eurosistema, el Banco convocó, a finales de 2002, un concurso para elegir un estudio de diseño gráfico que se encargara de desarrollar una nueva imagen visual para la institución.

El seleccionado fue Zimmermann Asociados, atendiendo a criterios de calidad creativa, experiencia, procedimiento y plazos de ejecución. La propuesta desarrollada por este estudio presenta al Banco como una institución autónoma que desempeña las funciones de autoridad monetaria y supervisor del sistema financiero, y destaca su pertenencia al Eurosistema, sin comprometer su propia identidad. La nueva imagen corporativa busca la atemporalidad y sobriedad, así como la elegancia, funcionalidad y versatilidad de adaptación, a través de una fórmula sin espacios, en letra helvética *neue* de distintos grosores, sobre un fondo gris cálido, disponiéndose de alternativas en cobre —uno de los materiales más utilizados en la acuñación de monedas— y negro.

Además, se ha desarrollado un sistema gráfico basado en la repetición de signos característicos: elementos arquitectónicos del edificio principal y otros que simbolizan los vínculos con la Unión Económica y Monetaria. Estos signos, unidos a una amplia gama cromática, se aplicarán en el diseño de las publicaciones y del sitio web. De hecho, este *Informe Anual* es la primera muestra del nuevo diseño.

El siguiente paso será la elaboración de un manual de identidad, que permita disponer de criterios claros a la hora de aplicar la identidad gráfica a cualquier manifestación gráfica del Banco de España, con el fin de darles unidad y hacerlas fácilmente reconocibles.

9.2.2 La reestructuración del sitio web

El contacto directo con el público se ha instrumentado, además, a través del sitio web del Banco, que ofrece detallada información sobre el Banco, el Eurosistema y el sistema financiero, así como información de utilidad para el ciudadano (tipos de interés, comisiones bancarias, registro de entidades, normativa financiera, servicio de reclamaciones, biblioteca, archivo histórico, ofertas de empleo y becas, publicaciones, etc.). Con el objetivo de hacerla más accesible y útil al ciudadano, el Banco de España ha abordado en 2003 una profunda reestructuración de su sitio web. Se ha procurado pasar de un esquema funcional (en el que cada departamento del Banco gestionaba de forma más o menos autónoma una o varias secciones, en las que difundía sus contenidos) a una estructura más temática e intuitiva, que facilite el acceso a la información, aunque conservando la responsabilidad cada Dirección General sobre el mantenimiento y actualización de los temas de su competencia.

La reforma del sitio web del Banco de España no solo ha afectado a su presentación formal, sino que ha dado lugar a una reorganización profunda de su estructura, siguiendo unas líneas básicas: unificar la identidad de la página, normalizando índices y contenidos; mejorar la navegabilidad, primando el aspecto temático en los menús y aumentando el número de accesos directos; buscar un enfoque más divulgativo en la información, especialmente en lo referido al Sistema Europeo de Bancos Centrales, y ampliar la versión inglesa para aproximarla a la española.

El resultado final, en febrero de 2003, supuso, además, el refuerzo de ciertas áreas, como la información institucional o el apartado del Eurosistema, y la inclusión de nuevas secciones, como la sala de prensa virtual, una sección de preguntas frecuentes, que trata de dar respuesta a las dudas más habituales expresadas por el público sobre las funciones del Banco de España y la actividad bancaria en general, y un apartado de noticias de última hora, que recoge las actualizaciones y anuncios más relevantes publicados en el sitio web.

9.3 COOPERACIÓN CON EL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES

Como miembro del Sistema Europeo de Bancos Centrales, el Banco de España participa activamente en la definición y ejecución de la política de comunicación en la zona del euro. Los expertos en comunicación del Banco Central Europeo y de los bancos centrales nacionales se reúnen periódicamente en el Comité de Comunicación Externa (ECCO) para coordinar sus esfuerzos comunicativos en materias relacionadas con la Unión Económica y Monetaria.

En este contexto, el Banco de España colabora en la elaboración de materiales divulgativos sobre la política monetaria y desarrolla análisis demoscópicos destinados a valorar el conocimiento y actitudes de los ciudadanos hacia el Eurosistema. Además, el Banco difunde a los medios y al público, a través de su sitio web, la versión en español de las notas informativas y de las publicaciones del Banco Central Europeo.

10 Organización y administración interna

10.1 PLAN DE REESTRUCTURACIÓN DE SUCURSALES

Los cambios acaecidos en los últimos años, relativos a la mejora de las comunicaciones, la aplicación de nuevas tecnologías en el ámbito de la información y el desarrollo de los mercados e intermediarios financieros, han llevado aparejado que las funciones que desarrolla el Banco de España se realicen cada vez más de forma centralizada, habiendo disminuido, en consecuencia, de forma significativa la actividad y el contenido de muchas de sus sucursales. Todo ello, en un escenario donde los destinatarios de los servicios que presta el Banco son, esencialmente, las entidades financieras y los distintos organismos integrantes del sector público.

Una vez superado con éxito el proceso de introducción del euro y la consiguiente retirada de la peseta, se afrontó la necesidad de acometer la reestructuración de la red de sucursales, motivada por los factores apuntados, articulándose de forma gradual para minimizar su incidencia.

En ese contexto, se discutió y consensuó con los representantes legales de los trabajadores un acuerdo que se está desarrollando escalonadamente a lo largo de un período de tres años. Dicho acuerdo implica el cierre de treinta sucursales (diez a 31 de diciembre de cada uno de los años 2002, 2003 y 2004), y contempla —para los empleados afectados— nuevas ofertas profesionales en otras sedes del Banco, así como la posibilidad de acogerse al plan de prejubilaciones elaborado a tal efecto.

Las razones técnicas y de eficiencia señaladas han aconsejado estructurar la red de una manera más racional, con un menor número de centros, dotados de mayores medios y recursos. Todo ello bajo la premisa de que las sedes que van a permanecer operativas cubren un suficiente espectro territorial y manteniendo la presencia institucional del Banco en todas las comunidades autónomas.

10.2 POLÍTICAS DE RECURSOS HUMANOS

El Banco de España está llevando a cabo un proceso de renovación de la gestión de sus recursos humanos con la finalidad de adecuar la plantilla a las nuevas necesidades de su actividad, que resultan de la mayor complejidad técnica de sus responsabilidades en áreas como Supervisión y Regulación, la atención de asuntos internacionales, las nuevas tecnologías aplicadas a la actividad de banca central y como consecuencia de los compromisos que se derivan de su pertenencia al SEBC.

Los proyectos abordados como consecuencia de ese proceso de renovación han sido los siguientes:

10.2.1 Redimensionamiento de la plantilla

Al tiempo que se acometía la modificación de la red de sucursales, se ha ofrecido un plan de prejubilaciones voluntarias al resto de empleados, lo que ha permitido tanto aumentar las posibilidades de recolocación de los trabajadores afectados por el cierre de sucursales, como incidir en la dimensión de la plantilla. Como consecuencia del plan de prejubilación mencionado, se prevé que la plantilla se sitúe en aproximadamente 2.630 empleados cuando termine el proceso de cierre de 30 sucursales, a finales de 2004.

El grupo de empleados de mayor cualificación ha incrementado su presencia en cerca de un 20%, mientras que el grupo de empleados de menor cualificación ha disminuido. Además, la plantilla se ha rejuvenecido, pasando a lo largo del año de una edad media de 47,1 años a 45,8.

10.2.2 Reestructuración del organigrama

Se ha simplificado la estructura del organigrama, pasando de los anteriores cuatro rangos (jefes de Oficina, subjefes, jefes de Sección y jefes de Negociado) a los tres actuales (directores de Departamento, jefes de División y responsables de Unidad). Con ello se han eliminado antiguas unidades administrativas que habían devenido obsoletas, logrando una estructura más horizontal y acorde a los criterios de organización del Banco Central Europeo y otros bancos del SEBC.

10.2.3 Política de nuevas incorporaciones y colaboraciones

Las colaboraciones de profesores universitarios y especialistas de reputado prestigio tanto españoles como extranjeros se han hecho más frecuentes durante 2003 y se han alcanzado acuerdos que han permitido un mayor número de intercambios de especialistas con otros bancos centrales y organismos internacionales.

Con la finalidad de mejorar los procesos de selección y contratación, se ha emprendido la descripción y valoración de puestos, como base necesaria para, entre otros factores, lograr un sistema de incorporaciones y promociones que asegure que los conocimientos y competencias son adecuados a las necesidades. El número de concursos externos se ha duplicado con respecto a los ejercicios anteriores.

10.2.4 Formación y desarrollo

La actividad de formación ha recibido en este año un impulso importante, destacando de manera especial en las siguientes materias:

- Informática.
- Idiomas.
- Formación específica a través de seminarios transversales en el Banco para empleados que participan en foros internacionales.
- Cursos y enseñanza monográfica en España y en el extranjero.

Al mismo tiempo, se han patrocinado actividades formativas en colaboración con el SEBC dirigidas a empleados de distintos bancos centrales, en las siguientes materias:

- Cursos sobre el funcionamiento del SEBC, para empleados de reciente incorporación.
- Cursos de desarrollo directivo para personal con mando.

Se han planificado programas de formación en habilidades directivas, en colaboración con escuelas prestigiosas, para el cuerpo de directivos del Banco. De igual manera, se está estudiando un plan de desarrollo de carreras profesionales para el personal técnico del Banco.

10.3 AMPLIACIÓN DE LA SEDE DE CIBELES

En 2003 se decidió ampliar la sede del Banco, hasta ocupar toda la manzana delimitada por las calles de Alcalá, Paseo del Prado, Los Madrazo y Marqués de Cubas, y se han iniciado los trabajos que culminarán con la construcción de un nuevo edificio, que repite los elementos constitutivos de las fachadas del edificio tradicional.

El proyecto de este nuevo edificio, obra del arquitecto Rafael Moneo, ganó el concurso de ideas convocado en 1978, al que concurren otros prestigiosos arquitectos. Cuenta con el informe favorable de la Comisión Institucional para la Protección del Patrimonio Histórico Artístico y Natural, y el de la Dirección General de Bellas Artes y Bienes Culturales, del Ministerio de Educación, Cultura y Deporte.

El 27 de marzo de 2003, el Pleno del Ayuntamiento de Madrid ratificó el Convenio Urbanístico firmado por el Banco de España y el propio Ayuntamiento, en el que se inscriben los trabajos en curso. Tras la finalización de las obras, prevista para comienzos del año 2006, la sede de Cibeles habrá aumentado su superficie en cerca de 5.000 m², de los cuales unos 2.100 m² serán sobre rasante.

10.4 REFORMAS DE SISTEMAS DE INFORMACIÓN

Durante el año 2003, se aumentó el número de proyectos informáticos en fase de realización, planificándose los proyectos de acuerdo a las prioridades definidas en el Plan Director a tres años. La introducción de las mejores prácticas en materia de planificación y seguimiento — con una nueva unidad encargada de esta labor — facilitó la posibilidad de acometer un mayor número de proyectos (con un incremento del 30% respecto al año anterior).

La imagen y herramientas del sitio web externo y la Intranet fueron reformadas, con la introducción de herramientas de última generación y servicios *on line*, que permiten mejorar la imagen del Banco y la eficiencia de la gestión interna. El resultado ha sido un aumento significativo en el número de visitas externas e internas. Se ha avanzado igualmente en las facilidades de conexión remota al Banco, con la implantación del *web-mail*, que permite el acceso al correo interno del Banco desde cualquier puesto externo con acceso a Internet.

En cuanto a la renovación ofimática, se han conseguido avances notables en 2003, instalando 1.600 puestos de última generación y dotando a la ofimática interna con los últimos niveles de *software* y navegadores de Internet disponibles en el mercado. El acceso generalizado a Internet es un hecho (un 80% de los empleados lo tienen), disponiendo todos los puestos del Banco de un acceso seguro.

También se ha iniciado en 2003 la modernización del equipamiento ofimático de la red de sucursales (un total de 5 el pasado año, completándose el resto durante 2004), con la instalación de los medios técnicos y aplicaciones más modernas, y proporcionando la formación necesaria a toda la plantilla.

El incremento del nivel de servicio al usuario ha sido una constante en el esfuerzo del Departamento de Sistemas de Información, procediéndose por ello a renovar totalmente el Centro de Atención al Usuario (CAU), dotándolo de nuevas herramientas de gestión y procedimientos internos, que aseguran hoy en día unos niveles de servicio muy altos.

Los índices de calidad y satisfacción que muestran las encuestas realizadas entre los usuarios son positivos: se ha obtenido una calificación de en torno a 7 sobre 10, frente al 3,5 del año anterior, lo cual indica que las reformas implementadas han sido positivas.

Otro pilar fundamental de la actuación en 2003 ha consistido en dotar al Banco de infraestructuras más modernas, que le permitan relacionarse más ágilmente con las organizaciones externas, motivo por el que se ha comenzado durante el año pasado un proyecto de infraestructura PKI, que haga posible durante 2004 emitir certificados digitales e incorporar la firma digital para las gestiones del Banco.

Finalmente, durante el año 2003, el Banco de España ha impulsado la creación de una asociación española para el estudio de la implantación del lenguaje XBRL (Extensible Business Reporting Language), acción que ha culminado en 2004 con la puesta en marcha de dicha asociación. El lenguaje XBRL es un estándar informático internacional de transmisión de información contable, que puede permitir una mejora en la eficiencia y flexibilidad del envío y manipulación de la información remitida por las entidades financieras al Banco de España.

10.5 AUDITORÍA INTERNA

La auditoría interna, conforme al Estatuto aprobado por la Comisión Ejecutiva, tiene por objeto evaluar los riesgos inherentes a las actividades del Banco de España y la eficacia y eficiencia de los sistemas establecidos para su gestión y control. La función de auditoría interna es ejercida por el Departamento del mismo nombre (DAI), que depende directamente del Gobernador. Adicionalmente, el DAI debe prestar a la Comisión de Auditoría del Consejo de Gobierno toda la colaboración que esta requiera y facilitarle la información que precise. El DAI, y el personal auditor que lo integra, deben actuar bajo los principios de objetividad, imparcialidad, confidencialidad y ausencia de conflicto de intereses, y de conformidad a las Normas Internacionales para el Ejercicio Profesional de la Auditoría Interna.

La actividad del DAI es objeto de un Plan Anual que es aprobado por el Gobernador y Subgobernador, que dan cuenta a la Comisión Ejecutiva. Conforme al Plan 2003, el DAI ha realizado las siguientes auditorías principales: cuentas anuales; informe previsto en la Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero; seguridad y calidad de la producción de billetes; base de datos monetaria y estadística de las instituciones financieras monetarias; sistema de corresponsalia entre bancos centrales; organización del análisis de riesgos de TARGET; ingresos monetarios; cuentas financieras trimestrales; y migración de la infraestructura de comunicación del SEBC. Se han inspeccionado, igualmente, siete sucursales del Banco.

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA
EJERCICIO 2003

Introducción

Las cuentas anuales del Banco de España, tal como establece el artículo 29.1 de su Reglamento Interno, aprobado por Resolución de su Consejo de Gobierno de 28 de marzo de 2000 (BOE de 6 de abril), comprenden el balance, la cuenta de resultados y la memoria explicativa. Dichas cuentas, conforme a lo previsto en el artículo citado, han sido elaboradas de acuerdo con la normativa contable interna del Banco de España. La citada normativa sigue los principios contables de general aplicación, adaptados a las características especiales de las operaciones y funciones de un banco central, y los criterios contables y normas de valoración establecidos para el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), en todos aquellos aspectos que le son de aplicación, de acuerdo con lo estipulado en el artículo 26.4 de los Estatutos de dicho SEBC sobre normalización de principios y prácticas contables del Eurosistema.

Las cuentas anuales del Banco de España han sido sometidas, de acuerdo con lo establecido en los artículos 29 y 32 de su Reglamento, a la auditoría de su Departamento de Auditoría Interna y al análisis y examen de la Comisión de Auditoría designada al efecto por el Consejo de Gobierno del Banco, por acuerdo de 19 de diciembre de 2003. Asimismo, dichas cuentas han sido auditadas por auditores externos independientes, tal como establece el artículo 27 de los Estatutos del SEBC.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 4.2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, corresponde al Gobierno, a propuesta del ministro de Economía, aprobar el balance y cuentas del ejercicio del Banco, que serán remitidos a las Cortes Generales para su conocimiento. Corresponde al Consejo de Gobierno del Banco, a tenor de lo establecido en el artículo 21.g), de la citada Ley, formular las cuentas anuales de dicha institución.

Las cifras consignadas, salvo indicación en contrario, están expresadas en millones de euros. Debe señalarse que las diferencias que, en algún caso, pudieran observarse en las sumas de las cifras registradas en el balance, cuenta de resultados y notas explicativas se deben a redondeos.

Este documento presenta las cuentas correspondientes al ejercicio de 2003. En su apartado I se incluyen el balance y la cuenta de resultados; en el II, la memoria, con la normativa contable que ha servido de marco de referencia para su elaboración y las notas explicativas sobre los aspectos más relevantes del balance y de la cuenta de resultados, y en el apartado III, en cumplimiento de lo dispuesto en el art. 4.2 de la Ley de Autonomía, se detallan las aportaciones efectuadas a los Fondos de Garantía de Depósitos y los préstamos y operaciones no concertados en condiciones de mercado o que, de cualquier forma, entrañan lucro cesante o quebranto para el Banco, estimándose los importes del mismo.

Finalmente, en los anejos 1 y 2 se acompañan los informes emitidos por los auditores externos y por la Comisión de Auditoría del Banco de España respecto a las cuentas anuales presentadas en los apartados que les preceden.

I Balance y cuenta de resultados

BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2003

(En millones de euros)

	NÚMERO NOTA	2003	2002
ACTIVO			
1. Oro y derechos en oro	1	5.558,96	5.499,85
2. Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro		14.798,80	32.347,74
2.1. Activos frente al FMI	2	1.852,78	1.920,38
2.2. Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	3	12.946,02	30.427,36
3. Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro		0,06	0,03
4. Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro		1.528,69	475,34
4.1. Depósitos, valores y préstamos	4	1.528,69	475,34
4.2. Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		0,00	0,00
5. Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	5	33.188,15	18.203,30
5.1. Operaciones principales de financiación		32.964,66	17.540,94
5.2. Operaciones de financiación a más largo plazo		220,90	642,12
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		2,60	20,25
6. Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	6	4,53	8,17
7. Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	7	13.958,89	0,00
8. Créditos en euros a las Administraciones Públicas	8	9.154,92	9.767,91
9. Cuentas intra-Eurosistema	9	18.656,02	23.161,13
9.1. Participación en el capital del BCE		444,68	444,68
9.2. Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE		4.446,75	4.446,75
9.4. Activos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema		0,00	0,00
9.5. Otros activos intra-Eurosistema (neto)		13.764,59	18.269,71
10. Partidas en curso de liquidación		0,71	0,80
11. Otros activos		9.934,05	6.967,56
11.2. Inmovilizado material e inmaterial	10	200,79	208,91
11.3. Otros activos financieros	11	7.218,88	4.402,99
11.4. Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	12	752,67	369,25
11.5. Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	13	531,73	638,62
11.6. Diversos	14	1.229,97	1.347,79
TOTAL ACTIVO		106.783,78	96.431,84

	NÚMERO NOTA	2003	2002
PASIVO			
1. Billetes en circulación	15	44.068,96	37.505,32
2. Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	16	14.409,08	9.291,35
2.1. Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)		14.408,04	9.271,35
2.2. Facilidad de depósito		0,00	20,00
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		1,04	0,00
3. Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro		0,00	0,00
4. Certificados de deuda emitidos		0,00	0,00
5. Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro		17.237,94	15.215,26
5.1. Administraciones Públicas	17	15.790,14	14.022,99
5.2. Otros pasivos	18	1.447,80	1.192,27
6. Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	19	21,13	48,25
7. Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro		2,86	8,76
8. Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro		92,23	1.371,23
8.1. Depósitos y otros pasivos	20	92,23	1.371,23
8.2. Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		0,00	0,00
9. Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	21	351,99	387,34
10. Cuentas intra-Eurosistema	22	19.350,57	18.654,90
10.2. Pasivos relacionados con la emisión de certificados de depósito		0,00	0,00
10.3. Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema		19.350,57	18.587,05
10.4. Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)		0,00	67,85
11. Partidas en curso de liquidación	23	91,95	44,97
12. Otros pasivos		1.909,37	870,61
12.1. Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	24	0,00	0,00
12.2. Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados	25	288,80	320,30
12.3. Diversos	26	1.620,57	550,30
13. Provisiones	27	2.814,64	4.004,53
14. Cuentas de revalorización	28	4.481,05	6.828,55
15. Capital y reservas		4,54	4,54
15.1. Capital	29	1,37	1,37
15.2. Reservas	30	3,17	3,17
16. Beneficio del ejercicio	31	1.947,47	2.196,25
TOTAL PASIVO		106.783,78	96.431,84

	NÚMERO NOTA	2003	2002
Ingresos por intereses	1	2.022,34	2.703,31
Gastos por intereses	2	-690,15	-956,19
Ingresos netos por intereses		1.332,19	1.747,12
Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	3	740,46	727,99
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	4	-1.161,69	-0,87
Dotaciones y excesos de provisión por riesgo de tipo de cambio y precio	5	1.145,54	0,00
Resultado neto por operaciones financieras, saneamientos y provisiones para riesgos		724,32	727,12
Ingresos por honorarios/comisiones		13,24	16,88
Gastos por honorarios/comisiones		-2,16	-1,86
Ingresos netos por honorarios/comisiones	6	11,08	15,02
Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	7	69,53	228,65
Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios	8	0,61	-67,85
Otros ingresos y quebrantos	9	211,04	144,87
TOTAL INGRESOS NETOS		2.348,76	2.794,92
Gastos de personal	10	-199,77	-195,83
Gastos en bienes y servicios	11	-77,84	-70,78
Amortización del inmovilizado	12	-24,25	-21,25
Costes de producción de billetes	13	-48,97	-115,23
Otros gastos	14	-2,93	-20,16
TOTAL GASTOS OPERATIVOS		-353,76	-423,25
Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones	15	-47,53	-175,43
BENEFICIO DEL EJERCICIO	16	1.947,47	2.196,25

V.º B.º
El Gobernador,



JAIME CARUANA

El Interventor General,



ANTONIO ROSAS

II Memoria explicativa

Normativa contable

1 PRINCIPIOS BÁSICOS

Para la elaboración de las cuentas anuales se han aplicado los principios contables de: realidad económica y transparencia, empresa en funcionamiento, prudencia, registro de acontecimientos posteriores al cierre, importancia relativa, devengo y consistencia y comparabilidad.

2 CRITERIOS DE CONTABILIZACIÓN

Las cuentas se han preparado siguiendo el criterio general del coste histórico, con las modificaciones necesarias para incorporar el precio de mercado en los valores negociables de renta fija, en el oro y en la posición en moneda extranjera. Las operaciones realizadas con activos y pasivos se contabilizan en la fecha de su liquidación.

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

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

Oro

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

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

El último día de cada mes, las existencias de oro se valoran al precio de mercado en euros de la onza troy de oro fino. Las plusvalías o minusvalías no realizadas (excepto en el caso de minusvalías a fin de año) se reflejan en una cuenta de ajuste, con abono y adeudo, respectivamente, a una cuenta de revalorización o de gasto. Tanto unas como otras son canceladas al final del mes siguiente.

Las minusvalías existentes a fin de ejercicio se llevan a la cuenta de resultados, modificándose el precio medio contable. Tales minusvalías se consideran irreversibles en revaluaciones posteriores.

En las operaciones temporales de oro contra divisas, la cesión del oro se registra en cuentas de orden, sin afectar a las cuentas patrimoniales. A la divisa recibida a cambio se le da entrada en el activo, registrando simultáneamente en el pasivo la obligación de devolverla. Las posibles diferencias que surjan entre el oro entregado al contado y el recibido a plazo se contabilizan como si se tratara de una operación de compraventa independiente, al vencimiento de la operación.

Divisas	<p>Las compras se contabilizan por su precio de adquisición en euros. Las compras y las ventas de divisas contra euros se valoran al tipo de cambio concertado en la operación, mientras que en las operaciones de compraventa de divisas contra divisas la valoración en euros se efectúa al tipo de cambio medio de mercado de la divisa vendida en la fecha de contratación de la operación. Las operaciones en una divisa que no supongan modificación de la posición global de la misma no afectan al valor contable de dicha posición.</p> <p>El coste en euros de las divisas vendidas se calcula por el método LIFO diario.</p> <p>Las divisas son objeto de regularización mensual, debiendo valorarse a su precio de mercado. Dicha regularización se efectúa sin compensar plusvalías con minusvalías de diferentes monedas. Las plusvalías y minusvalías (a excepción de las minusvalías en fin de año) se reflejan en cuentas de ajuste, con abono y adeudo, respectivamente, a cuentas de revalorización y cuentas de gasto. Tanto unas como otras son canceladas al final del mes siguiente.</p> <p>Las minusvalías existentes a fin de año se llevan a la cuenta de resultados del ejercicio, afectando, en ese caso, al coste medio de la divisa de que se trate. Tales minusvalías se consideran irreversibles en revaluaciones posteriores.</p>
Billetes extranjeros	Se aplican los mismos criterios que los establecidos en el apartado anterior para las divisas.
Derechos especiales de giro	Los derechos especiales de giro y la posición neta en el Fondo Monetario Internacional se valoran al cambio de mercado de los derechos especiales de giro al cierre del ejercicio, con los mismos criterios que el resto de las divisas.
Valores	<p>Se contabilizan por su precio de adquisición, determinado por el efectivo satisfecho, deducido, en su caso, el cupón bruto devengado.</p> <p>El coste de las ventas o las amortizaciones se determina en función del precio medio contable del valor de que se trate.</p> <p>Los valores son objeto de regularización mensual, debiendo valorarse a su precio de mercado. Dicha regularización se efectúa sin compensar plusvalías con minusvalías de diferentes códigos-valor. Las plusvalías y minusvalías (a excepción de las minusvalías en fin de año) se reflejan en cuentas de ajuste, con abono y adeudo, respectivamente, a cuentas de revalorización y cuentas de gasto. Tanto unas como otras son canceladas en regularizaciones posteriores.</p> <p>Las minusvalías existentes a fin de año se llevan a la cuenta de resultados del ejercicio, abonando su importe directamente en la cuenta de valores y modificando el precio medio contable del código-valor afectado y, por tanto, su tasa interna de rendimiento. Tales minusvalías se consideran irreversibles, no siendo canceladas al final del mes siguiente.</p> <p>Las primas, descuentos y cupones devengados y no vencidos son objeto de la periodificación correspondiente, empleando para su cálculo la tasa interna de rendimiento de cada código-valor.</p> <p>En el caso de los valores denominados en moneda extranjera, las referencias efectuadas en este apartado a los precios de adquisición y de mercado se entenderán referidas a la divisa correspondiente, traspasando estos importes a euros, según se establece en el apartado relativo a las divisas.</p>

Operaciones temporales con valores	<p>Las adquisiciones temporales de valores se registran en el activo del balance como préstamos con garantía por el efectivo concedido. Los valores adquiridos bajo este tipo de acuerdo no son revalorizados ni pasan a formar parte de la cartera.</p> <p>Las cesiones temporales de valores se registran en el pasivo del balance como depósitos recibidos con garantía de valores, sirviendo de contrapartida el efectivo recibido. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del Banco de España y son tratados como si siguiesen formando parte de su cartera. Los acuerdos de recompra que se refieran a valores denominados en moneda extranjera no producen efecto alguno sobre el coste medio de la posición en divisas.</p> <p>En los préstamos directos de valores, la adquisición y cesión temporal efectuados de forma simultánea se contabilizarán independientemente, registrando cada uno de ellos de acuerdo a las normas de valoración expuestas en los dos párrafos anteriores.</p> <p>Los préstamos automáticos de valores no son objeto de registro en el balance, contabilizando exclusivamente los ingresos obtenidos dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias. Las operaciones vivas a fin de año se registran en cuentas de orden.</p>
Activos en situaciones especiales	Todos los activos sobre cuya recuperación existen dudas razonables se contabilizan en cuentas diferenciadas, dotando sobre ellos la correspondiente provisión.
Créditos a entidades financieras y saldos con bancos centrales de la Unión Europea	Se valoran por su nominal.
Créditos singulares al Estado y a la Seguridad Social	Los créditos singulares concedidos al Estado a los que se refiere la disposición transitoria séptima de la Ley 21/1993, de Presupuestos Generales del Estado para 1994, así como 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.
Acciones y participaciones	Las acciones y participaciones en instituciones nacionales y/o internacionales, incluida la participación en el Banco Central Europeo, se valoran por su precio de adquisición.
Activos fijos materiales e inmateriales	<p>Los bienes comprendidos en el inmovilizado se valoran al precio de adquisición, el cual incluye, además, el IVA soportado no deducible y todos los gastos adicionales que se producen hasta su puesta en funcionamiento. Los activos fijos cuyo coste es inferior a 120 euros son registrados como gasto en el año de su adquisición.</p> <p>Las dotaciones anuales para la amortización se calculan por el método lineal en función de la vida útil estimada de los diferentes bienes. No se consideran bienes amortizables los terrenos y solares, ni aquellos que forman parte del tesoro artístico del Banco. La amortización se efectúa mediante procesos mensuales, a partir del mes siguiente al de la fecha de contabilización o puesta en funcionamiento.</p> <p>Los gastos relevantes relacionados con proyectos que vayan a tener vigencia durante varios años pueden ser activados y amortizados en el plazo máximo de cuatro años.</p> <p>Los porcentajes de amortización aplicados a los distintos elementos del inmovilizado durante 2003 han sido iguales a los aplicados el año anterior. Dichos porcentajes fueron los siguientes:</p>

%

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

Billetes en circulación

El BCE y los 12 BCN que, junto con él, forman el Eurosistema han emitido billetes euro desde el 1 de enero de 2002¹. El valor total de los billetes euro en circulación se asigna el último día hábil de cada mes, en función de la clave de asignación de billetes².

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

La diferencia entre el valor de los billetes euro asignados a cada BCN de acuerdo con la clave de asignación de billetes y el valor de los billetes euro que de hecho pone en circulación da lugar a la aparición de saldos intra-Eurosistema remunerados. Estos activos o pasivos, que devengan intereses³, se muestran en el epígrafe «Cuentas intra-Eurosistema.—Activo/pasivo neto por la asignación de billetes euro en el Eurosistema» (véase «Cuentas intra-Eurosistema» en las notas sobre normativa contable).

Desde 2002 hasta 2007, los saldos intra-Eurosistema derivados de la asignación de billetes euro se ajustan para evitar cambios significativos en las posiciones relativas de ingresos de los BCN en comparación con ejercicios anteriores. Los ajustes se determinan teniendo en cuenta las diferencias entre el importe medio de billetes en circulación de cada BCN en el período comprendido entre julio de 1999 y junio de 2001 y el importe medio de billetes que les habrían sido asignados durante ese período según su clave en el capital del BCE. Los ajustes se van reduciendo anualmente hasta final de 2007, momento a partir del cual los ingresos correspondientes a billetes serán distribuidos en proporción a las participaciones desembolsadas por los BCN en el capital del BCE.

Los ingresos y gastos por intereses sobre estos saldos se compensan a través de cuentas con el BCE y se muestran dentro de la rúbrica de la cuenta de resultados «Ingresos netos por intereses».

1. Decisión del Banco Central Europeo de 6 de diciembre de 2001 sobre la emisión de billetes euro (BCE/2001/15), DOL 337, 20.12.2001. **2.** Se denomina clave de asignación de billetes a los porcentajes que resultan de tomar en consideración la participación del BCE en la emisión total de billetes euro y aplicar la clave en el capital suscrito a la participación de los BCN en dicha emisión total. **3.** Decisión del Banco Central Europeo de 6 de diciembre de 2001 sobre la distribución de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de Estados participantes desde el ejercicio 2002 (BCE/2001/16), DOL 337, 20.12.2001.

El Consejo de Gobierno del BCE ha decidido que los ingresos por señoreaje del BCE, derivados del 8% de billetes euro que tiene asignados, sean distribuidos de forma separada a los BCN mediante dividiendo a cuenta de los beneficios⁴. Estos ingresos se distribuirán íntegramente, salvo que el beneficio neto del ejercicio del BCE sea inferior a los ingresos generados por los billetes euro en circulación y teniendo en cuenta cualquier decisión del Consejo de Gobierno para reducir este ingreso en el importe correspondiente a los costes incurridos por el BCE en la emisión y manejo de billetes euro. En 2003, el Consejo de Gobierno decidió que el BCE retuviese el importe total de estos ingresos.

Los billetes denominados en pesetas que no habían sido canjeados al cierre del ejercicio de 2002 se han dado de baja, el 1 de enero de 2003, de la rúbrica de «Billetes en circulación», incluyéndose desde entonces en la de «Otros pasivos.—Diversos», en cumplimiento del acuerdo del Consejo de Gobierno del BCE de 5 de diciembre de 2002.

Cuentas intra-Eurosistema

La participación del Banco de España en el capital del BCE, la contrapartida de las reservas transferidas a este, el saldo neto resultante de las transferencias emitidas y recibidas por TARGET⁵ entre los bancos centrales nacionales del SEBC, incluido el BCE, así como los saldos resultantes de la asignación de billetes euro en el Eurosistema, dan lugar a cuentas intra-Eurosistema.

Los saldos intra-Eurosistema resultantes de la asignación de billetes euro en el Eurosistema se incluyen conjuntamente como activo o pasivo en el epígrafe «Activos/pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema», dependiendo de cuál sea su saldo neto (véase «Billetes en circulación» en las notas sobre normativa contable). En el caso de las operaciones TARGET, los saldos resultantes se incluyen como activo o pasivo en el epígrafe «Otros activos/pasivos intra-Eurosistema (neto)».

Reconocimiento de ingresos y gastos

Los ingresos y gastos se registran en el período en el que se devengan.

Las ganancias realizadas y las pérdidas realizadas y latentes se traspasan a la cuenta de pérdidas y ganancias. Para calcular el precio de adquisición de los elementos vendidos se utiliza el método del coste medio para los valores y el LIFO diario para las divisas y el oro. En el caso de pérdidas no realizadas en algún elemento a final de año, su coste medio se reduce hasta ajustarlo al precio de mercado y/o tipo de cambio de fin de año.

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

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

Las primas o descuentos en valores adquiridos se calculan y presentan como ingresos por intereses y se periodifican a lo largo de la vida residual de los activos, junto con los cupones que se van devengando, de acuerdo con el método de la tasa de rendimiento interno.

4. Decisión del Banco Central Europeo de 21 de noviembre de 2002 sobre la distribución entre los BCN de los Estados miembros participantes de los ingresos del BCE por los billetes en euros en circulación. 5. Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real.

Plan de Pensiones	El Plan de Pensiones se encuadra entre los denominados de empleo, en la categoría de aportación definida. El Fondo, por su parte, es de carácter externo y tipo cerrado. Las contribuciones que realiza el Banco de España por los empleados que, incorporados al mismo con posterioridad al 31.1.1986, forman parte del Plan y tienen derecho a ello están establecidas en el 6,5% del denominado sueldo regulador, compuesto por los conceptos salariales fijados en el Reglamento del Plan, imputándose las cantidades aportadas por el Banco como un gasto corriente del ejercicio al que corresponden.
Posiciones registradas fuera de balance ⁶	<p>La posición a plazo en moneda extranjera, formada por las operaciones a plazo en divisas y por la parte a plazo de las operaciones <i>swaps</i> de divisas, se incluye en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio.</p> <p>Las posiciones en futuros sobre tipos de interés son objeto de revalorización elemento por elemento y tratadas de manera similar a los valores.</p> <p>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.</p>
Acontecimientos posteriores al cierre del balance	Los activos y pasivos se ajustan para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno formula los estados financieros, si tales acontecimientos afectan de forma significativa a la situación de aquellos.

**Notas explicativas
al balance**

1 ORO Y DERECHOS EN ORO

Las tenencias de oro se elevan a 5.558,96 millones de euros, equivalentes a 16,827 millones de onzas troy⁷ de oro fino valoradas a 330,36 euros por onza. Dicho importe supera en 59,11 millones al de 2002, como consecuencia, esencialmente, de la subida del precio de mercado del oro en el ejercicio (al cierre de 2002 la onza cotizaba a 326,83 euros), habiéndose mantenido sin variación a lo largo del ejercicio el número de onzas, excepto por las ligeras diferencias que se han producido en las operaciones de depósito y *swap*.

2 ACTIVOS FRENTE AL FMI

Se recogen en este subgrupo de cuentas: a) los derechos especiales de giro (DEG) en el tramo de reservas (1.476,47 millones de euros), que incluyen la posición neta en el Fondo Monetario Internacional (FMI) (1.476,47 millones de euros) y la posición tramo euros y su cuenta de contrapartida (2.131,15 millones de euros con signo positivo y negativo); b) los DEG en el FMI (327,53 millones de euros), y c) otros activos frente al FMI (48,78 millones de euros). En conjunto, el valor de los activos frente al FMI disminuyó en 67,60 millones de euros respecto a su saldo en 2002, como resultado de un incremento neto de las inversiones en 98,00 millones de euros y una reducción del valor de su posición global, de 165,61 millones de euros, por variación en el tipo de cambio. En 2003 no tuvo lugar ninguna modificación en la cuota de España en el FMI, que se mantuvo en 3.048,90 millones de DEG.

Los DEG aparecen valorados al tipo de mercado de fin de año, calculado por el BCE para todos los bancos centrales nacionales del Eurosistema, de 1€ = 0,8489 DEG.

6. La posición neta resultante de las operaciones a plazo y *swaps* con divisas, así como las diferencias de valoración por tipo de cambio generadas por dicha posición, se reflejan dentro del balance en el subgrupo 11.4 del activo o en el 12.1 del pasivo, de acuerdo con su signo. 7. Cada onza troy es equivalente a 31,1035 gramos.

3 ACTIVOS EN MONEDA
EXTRANJERA FRENTE A NO
RESIDENTES EN LA ZONA DEL
EURO. —DEPÓSITOS, VALORES,
PRÉSTAMOS Y OTROS ACTIVOS
EXTERIORES

Se recogen en este subgrupo los valores de renta fija, 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 12.946,02 millones de euros, con el detalle que figura en el cuadro siguiente:

En millones de euros

TIPO DE ACTIVO	2003	2002
Depósitos	4.572,79	3.929,91
Valores ⁸	8.212,75	26.301,63
Préstamos y otros	166,69	201,05
<i>Provisión para préstamos</i>	-8,40	-10,07
Billetes de fuera del área del euro	2,18	4,85
TOTAL	12.946,02	30.427,36

El 99,96% de los depósitos en divisas en bancos extranjeros, inversiones en valores y préstamos en moneda extranjera, al final del ejercicio de 2003, estaba denominado en dólares USA. El contravalor en euros de estos dólares se ha trasladado al balance al cambio de mercado de cierre del ejercicio (1 € = 1,263 \$ USA).

En el apartado de «Préstamos y otros» se incluyen, entre otros, determinados activos considerados en situación especial, por un importe de 8,40 millones de euros, sobre los que se han constituido provisiones por riesgo-país y otras por el importe total de los mismos.

El descenso del saldo de este subgrupo de cuentas (17.481,34 millones de euros) se debió, fundamentalmente, al efecto neto de las causas que se mencionan en el cuadro siguiente:

CAUSAS DE LA VARIACIÓN	MILLONES DE EUROS
Por compraventa neta de divisas	-13.738,82
Por la disminución de la posición en <i>swaps</i> de oro, vivos a fin de año	-299,07
Por la disminución de las ventas temporales en préstamos directos de valores, vivos a fin de año	-924,42
Por los intereses percibidos en moneda extranjera	645,61
Por los beneficios por precio obtenidos en venta de valores y futuros	655,46
Por la disminución del precio de mercado de los valores extranjeros	-811,20
Por la variación de los tipos de cambio de mercado	-3.009,21
TOTAL	-17.481,34

4 ACTIVOS EN EUROS FRENTE A
NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL
EURO. DEPÓSITOS, VALORES Y
PRÉSTAMOS

Este epígrafe del balance recoge el saldo de cuentas corrientes a la vista en corresponsales residentes fuera del área del euro y los valores denominados en euros emitidos por residentes fuera de la zona del euro. La casi totalidad de este subgrupo, 1.528,55 (de un total de 1.528,69 millones de euros), corresponde a valores de renta fija emitidos en euros por organismos internacionales, con un incremento de 1.053,25 millones respecto a 2002.

8. A 31 de diciembre de 2003, parte de la cartera de valores en dólares, por un valor de mercado de 780,52 millones de dólares USA, se encontraba cedida temporalmente a través de contratos de préstamos automáticos de valores firmados con los depositarios de estos valores. Los contratos de préstamos automáticos facultan al depositario de los valores a prestarlos a un tercero en operaciones a un día, con determinadas limitaciones establecidas en el propio contrato.

5 PRÉSTAMOS EN EUROS
CONCEDIDOS A ENTIDADES
DE CRÉDITO DE LA ZONA
DEL EURO EN RELACIÓN CON
OPERACIONES DE POLÍTICA
MONETARIA

Este grupo de cuentas recoge el importe, por tipo de operaciones, de los préstamos otorgados en euros a entidades de crédito del área del euro a través de los que se ejecuta la política monetaria.

Su saldo a día 31 de diciembre de 2003 es superior en un 82,3% al de 2002 (33.188,15 millones de euros en 2003, frente a 18.203,30 en 2002), habiendo aumentado el saldo medio diario de la financiación otorgada a lo largo del año en un 34,63%, pasando de 14.780,41 millones en 2002 a 19.899,37 en 2003.

El 95,90% del saldo medio diario de la financiación se otorgó a través de «Operaciones principales de financiación»; otro 4,08% se concedió mediante «Operaciones de financiación a más largo plazo», y a través del resto de instrumentos únicamente se financió el 0,02% del saldo medio anual.

a. Operaciones principales
de financiación

Estas operaciones desempeñan un papel crucial en la persecución de los objetivos de tipos de interés, gestión de liquidez en el mercado y señalización de la orientación de política monetaria. Se ejecutan mediante operaciones temporales de inyección de liquidez, con frecuencia semanal y vencimiento a dos semanas.

El saldo de esta subrúbrica a 31.12.2003 era de 32.964,66 millones de euros, habiendo aumentado respecto a 31.12.2002 en 15.423,72 millones.

b. Operaciones de financiación
a más largo plazo

Estas operaciones tienen como objetivo proporcionar financiación adicional a más largo plazo a las entidades de crédito. Representan una parte limitada del volumen de financiación global y se ejecutan mediante operaciones temporales de inyección de liquidez, con frecuencia mensual y vencimiento a tres meses, a través de subastas estándar.

El saldo de este epígrafe a 31.12.2003 era de 220,90 millones de euros, habiendo disminuido en relación con el año anterior en 421,22 millones de euros.

c. Operaciones temporales
de ajuste

Estas operaciones tienen por objeto suavizar los efectos causados por fluctuaciones inesperadas en el mercado sobre los tipos de interés. Dada su naturaleza, su frecuencia no está estandarizada.

Su saldo a fin de año era cero, igual que el año anterior, no habiendo tenido lugar ninguna operación temporal de ajuste a lo largo del ejercicio.

d. Operaciones estructurales

El Eurosistema tiene la posibilidad de afectar a la posición estructural de liquidez de las entidades de crédito frente al sistema de bancos centrales mediante operaciones temporales de mercado abierto realizadas a través de subastas estándar.

A fin de año su saldo era cero, igual que el año anterior, no habiendo tenido lugar ninguna operación estructural a lo largo del ejercicio.

e. Facilidad marginal de crédito

Las entidades de contrapartida pueden utilizar la facilidad marginal de crédito para obtener liquidez a un día de su banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, contra activos de garantía. Dicho tipo de interés está penalizado respecto al de la intervención establecido en las subastas semanales u operaciones principales de financiación.

Al cierre del ejercicio 2003 no presentaba saldo, igual que en el ejercicio anterior, habiéndose producido en este ejercicio un número muy reducido de estas operaciones, cuyo importe en términos anuales es de escasa relevancia.

f. Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía

De acuerdo con las normas del Eurosistema para la gestión de la política monetaria, todas las operaciones mediante las que se otorga liquidez al sistema bancario deben estar garantizadas con activos de reconocida solvencia aceptados por el sistema para servir de colateral. Si, después de la valoración diaria, el valor de mercado de los activos recibidos para garantizar la devolución de los préstamos disminuye por debajo del umbral mínimo o de reposición establecido para cada valor, la entidad de crédito afectada deberá reponer inmediatamente los correspondientes activos adicionales (o mediante pago en efectivo que le es adeudado en su cuenta corriente, véase la nota número 16) y, si el valor de mercado de los activos de garantía, tras su revalorización, supera el importe de la financiación obtenida del banco central nacional más el margen de variación de la garantía, la entidad de crédito podrá retirar activos de garantía por un importe equivalente a dicho exceso (o recibir un abono en efectivo en su cuenta por el importe de esta diferencia).

En aquellos bancos centrales nacionales que realizan el ajuste de los márgenes de garantía mediante cargos y abonos en las cuentas de las entidades de crédito, como es el caso del Banco de España, dichos apuntes contables son contrapartida de las cuentas de activo o pasivo que recogen la variación de dichos márgenes. Estas cuentas de balance se remuneran al tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación.

A 31.12.2003 presentaba un saldo de 2,60 millones de euros, con una disminución de 17,65 millones en relación al año anterior.

6 OTROS ACTIVOS EN EUROS FRENTE A ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

En esta rúbrica se incluyen activos frente a las entidades de crédito que no tienen ninguna relación con la gestión de la política monetaria. Su saldo, 4,53 millones de euros, recoge el importe de las cuentas de corresponsalía mantenidas en euros con entidades de crédito de la zona del euro, habiendo disminuido en 3,64 millones respecto a 2002.

7 VALORES EMITIDOS EN EUROS POR RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Recoge el importe de las adquisiciones de valores de renta fija negociables, denominados en euros, emitidos por residentes en la zona del euro. La totalidad de su saldo, 13.958,89 millones de euros, corresponde a valores emitidos por Administraciones Públicas de la zona del euro (no domésticos) adquiridos en 2003⁹.

8 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 2003 de los créditos otorgados al Estado asciende a 7.873,37 millones de euros, según el siguiente detalle:

9. A 31 de diciembre de 2003, parte de la cartera de valores en euros, por un valor de mercado de 75,07 millones de euros, se encontraba cedida temporalmente a través de contratos de préstamos automáticos de valores firmados con los depositarios de estos valores. Los contratos de préstamos automáticos facultan al depositario de los valores a prestarlos a un tercero en operaciones a un día, con determinadas limitaciones establecidas en el propio contrato.

En millones de euros

	31.12.2003	AMORTIZACIÓN	31.12.2002
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 3/1983	2.050,14	97,63	2.147,76
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 4/1990	5.210,98	347,40	5.558,38
Tesoro Público. Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales	612,25	40,82	653,07
TOTAL	7.873,37	485,84	8.359,21

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

b. Seguridad Social

El saldo de este subgrupo de cuentas, 1.281,54 millones de euros, corresponde al importe pendiente de amortizar de dos créditos concedidos a la Seguridad Social en virtud de la Ley 41/1994, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1995. El primero de ellos recoge el principal de otro concedido anteriormente a dicha institución, vencido y no pagado a su vencimiento, de 1.539,19 millones de euros, y el segundo recoge los intereses vencidos y no pagados del crédito anterior hasta el 31.12.1994, que ascendían a 501,90 millones de euros. La amortización del primero de estos créditos, que habrá de efectuarse en veinte anualidades y comenzó en el ejercicio 2000, recibe un tratamiento equivalente al establecido para la amortización de los créditos singulares otorgados al Estado, a los que se ha hecho referencia anteriormente. El crédito por los intereses vencidos hasta el 31 de diciembre de 1994 se amortiza linealmente en diez años, habiendo tenido lugar la primera amortización el 31 de diciembre de 1995.

De la reducción experimentada en 2003 por este subgrupo de cuentas (127,15 millones de euros), 76,96 millones corresponden al pago de la cuarta cuota de amortización relativa al crédito de 1.539,19 millones de euros, cuyo saldo pendiente de vencimiento asciende a 1.231,35 millones. El resto de la reducción, 50,19 millones, corresponde al pago de la novena cuota de amortización relativa al crédito de 501,90 millones de euros, cuyo saldo vivo asciende a 50,19 millones. El importe de la cuota de amortización de este último crédito 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.

9 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.

De acuerdo con el artículo 29.3 de los Estatutos del SEBC, la clave de suscripción de los BCN en el capital del BCE será ajustada cada cinco años. Hay que señalar, como hechos posteriores al cierre del ejercicio, que el primer cambio quinquenal tuvo lugar el 1 de enero de 2004. El 1 de mayo de 2004 se ha producido un segundo cambio de la clave de capital del BCE, como resultado de la incorporación de 10 nuevos miembros al SEBC. Basándose en la Decisión del Consejo de 15 de julio de 2003 sobre los datos estadísticos a usar para la determinación de la clave en la suscripción de capital del Banco Central Europeo, la correspondiente al Banco de España ha disminuido desde el 8,8935% hasta el 7,7758% debido a los mencionados ajustes. En consecuencia, el epígrafe de activo «9.1.—Participación en el capital del

BCE» disminuyó en 11,98 millones, hasta una cifra de 432,70 millones, como resultado de la devolución de parte del capital aportado.

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.

La remuneración de dicho activo será igual al 85% del tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación del SEBC. El cálculo de los intereses lo efectuará el BCE en base diaria, aplicando el método de interés simple con año de 360 días.

Como hechos posteriores al cierre del ejercicio, hay que mencionar que los ajustes derivados de las ponderaciones de la clave de capital y los cambios resultantes en las participaciones de los BCN en el capital suscrito del BCE han hecho necesario también ajustar los activos con los que el BCE acreditó a los BCN por sus aportaciones de activos de reserva exteriores al mismo. Para reflejar la reducción experimentada por la clave de capital del Banco de España, su activo contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE (epígrafe de activo 9.2) disminuyó en 119,77 millones de euros, hasta una cifra de 4.326,98 millones de euros.

Los cambios mencionados tuvieron lugar en dos momentos, el 1 de enero y 1 de mayo de 2004.

c. Activos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema

Al ser acreedor el saldo neto de las cuentas que forman este subgrupo, de acuerdo con las normas del Eurosistema, estos se presentan en el pasivo del balance. (Véase la nota núm. 22 al balance.)

d. Otros activos intra-Eurosistema (neto)

Su saldo, 13.764,59 millones de euros, recoge la suma algebraica de tres componentes: 1) la posición del Banco de España frente al BCE por las transferencias emitidas y recibidas a través de TARGET entre los bancos centrales nacionales del SEBC, incluido el propio BCE, más los saldos mantenidos con los bancos centrales del Eurosistema a través de cuentas de corresponsalía; 2) la posición frente al BCE por la aportación y asignación de los ingresos monetarios en el Eurosistema pendiente de liquidar (véase «Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios» en la nota 8 a la cuenta de resultados); y 3) la posición del Banco de España frente al BCE en relación con las cantidades que hubiese pendientes de cobro o devolución relacionadas, fundamentalmente, con el dividendo correspondiente a los billetes euro emitidos por el BCE.

Con respecto al primer componente, el saldo al cierre del ejercicio de las transferencias realizadas a través de TARGET ascendía a 13.822,57 millones, mientras que las cuentas de corresponsalía presentaban una posición acreedora de 0,08 millones. Hay que señalar que, desde el 30 de noviembre de 2000, los saldos resultantes de las transferencias realizadas a través de TARGET frente a los bancos del Eurosistema, así como frente al resto de bancos de la Unión Europea, son cancelados y sustituidos por un único saldo frente al BCE. La remuneración de la posición deudora del Eurosistema frente al Banco de España se calcula en base diaria y aplicando el tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación del SEBC.

La posición deudora frente al BCE, que realiza el *clearing* de las posiciones pendientes de liquidar de los bancos centrales nacionales del Eurosistema por la aportación y asignación anual de los ingresos monetarios, asciende a 0,61 millones de euros.

Finalmente, la posición acreedora frente al BCE relacionada con el dividendo a cuenta por el señoreaje de los billetes euro emitidos en su nombre por los BCN asciende a 58,50 millones de

euros, como consecuencia de que el Consejo de Gobierno del BCE decidió retener los ingresos relacionados con el señoreaje de sus billetes correspondiente al ejercicio de 2003, a la luz de sus estimaciones, y los bancos centrales nacionales deben devolverle las cantidades recibidas a cuenta por este concepto en los tres primeros trimestres del año, que en el caso del Banco de España ascendieron al importe de 58,50 millones de euros, señalado anteriormente.

10 INMOVILIZADO MATERIAL E INMATERIAL

El saldo de este subgrupo de cuentas ascendía, al cierre del ejercicio, a 200,79 millones de euros, de los que 418,60 millones correspondían a su coste y 217,80 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 2003	234,90	106,43	10,00	61,95	413,27
Altas	1,85	13,37	9,06	3,42	27,70
Bajas	11,30	5,04	4,86	1,19	22,39
31 diciembre 2003	225,45	114,76	14,20	64,18	418,60

En millones de euros

AMORTIZACIÓN ACUMULADA	INMUEBLES E INSTALACIONES	MOBILIARIO Y EQUIPAMIENTO	INMOVILIZADO EN CURSO	OTRO INMOVILIZADO	TOTAL
1 enero 2003	116,48	66,98	—	20,89	204,36
Variaciones en el ejercicio	1,90	9,10	—	2,44	13,44
31 diciembre 2003	118,38	76,09	—	23,33	217,80

El incremento del inmovilizado durante el año 2003 se ha debido fundamentalmente a la renovación del mobiliario y al inicio de la construcción del ala oeste, de la sede central del Banco de España, en Madrid.

Decidida por el Banco de España la reestructuración de su red de sucursales, durante el año 2003 se ha procedido a la venta de los diez edificios de las sucursales cerradas el 31 de diciembre de 2002, siendo esta la causa principal de las bajas registradas en el ejercicio. Existe, asimismo, un compromiso de venta por los otros veinte edificios afectados por la reestructuración de la red de sucursales.

11 OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

El 99,24% del importe de este subgrupo de cuentas corresponde a la cartera de deuda del Estado anotada, cuyo saldo a 31.12.2003 es de 7.163,78 millones de euros, y cuyo incremento respecto al saldo del pasado ejercicio (2.761,54 millones de euros) se debió, fundamentalmente, a las compras netas de valores (2.761,73 millones de euros), así como a la disminución de las plusvalías latentes netas registradas a fin de año (47,78 millones de euros) y al aumento de los intereses implícitos devengados (47,60 millones de euros).

Hay que señalar que en el año 2003 el Banco de España suscribió acciones de la Sociedad de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros,

SA, entregando a cambio, como aportación no dineraria, todas las acciones que el Banco de España poseía de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de valores, SA. Las acciones adquiridas se contabilizan inicialmente por el valor contable de las acciones cedidas en contraprestación (8,10 millones de euros), habiéndose procedido a su regularización a fin de año para reflejar su valor teórico contable según el balance de la Sociedad de Bolsas y Mercados. Esta regularización ha supuesto un incremento en el saldo de esta partida de 46,57 millones de euros, que han sido abonados a cuentas de revalorización del pasivo.

12 DIFERENCIAS
POR VALORACIÓN DE PARTIDAS
DE FUERA DE BALANCE

Recoge el importe de la posición neta deudora por operaciones a plazo y *swap* con divisas valorada a los tipos de cambio vigentes a fin de ejercicio. Cuando dicha posición es acreedora se registra bajo el mismo título en el subgrupo de cuentas «12.1» del pasivo. Su saldo al final del presente ejercicio, 752,67 millones de euros, es el valor neto de las operaciones a plazo vivas en ese momento, habiendo aumentado en 383,42 millones respecto del año anterior.

13 CUENTAS DE
PERIODIFICACIÓN DEL ACTIVO
Y GASTOS ANTICIPADOS

Los componentes principales de este subgrupo de cuentas, cuyo saldo asciende a 531,73 millones de euros, son los que se recogen en el cuadro siguiente:

En millones de euros

CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL ACTIVO Y GASTOS ANTICIPADOS	2003
Intereses a cobrar no vencidos, por cupón	299,26
De valores en moneda extranjera emitidos por no residentes en la zona del euro	71,94
De valores en euros emitidos por no residentes en la zona del euro	17,92
De valores en euros emitidos por residentes en la zona del euro (no domésticos)	91,41
De valores en euros emitidos por residentes en la zona del euro (cartera doméstica)	117,99
Otros intereses a cobrar no vencidos	220,79
De operaciones a plazo con divisas	40,90
Depósitos y otros activos en moneda extranjera	51,82
Del activo de contrapartida de las reservas transferidas al Banco Central Europeo	88,69
De otras cuentas intra-Eurosistema, por operaciones TARGET	29,37
Otros	10,02
Comisiones a cobrar no vencidas y gastos anticipados	11,68
TOTAL	531,73

14 DIVERSOS

Su componente más significativo corresponde al ingreso efectuado al Tesoro, el 3 de noviembre de 2003, de 935,37 millones de euros, equivalente al 70% de los beneficios devengados y contabilizados en el Banco hasta el 30 de septiembre de 2003.

Las otras partidas más relevantes son la correspondiente a los préstamos para vivienda otorgados a los empleados, cuyo saldo asciende a 112,27 millones, y la correspondiente al cupón devengado existente en la fecha de adquisición de valores de renta fija, cuyo saldo asciende a 125,29 millones.

15 BILLETES EN CIRCULACIÓN

El saldo de los billetes en circulación (44.068,96 millones de euros) incluye la participación del Banco de España en el total de billetes euro en circulación (véase «Billetes en

circulación» en las notas sobre normativa contable), de acuerdo con la clave de asignación de billetes euro en el Eurosistema (el 10,1020% del total de los emitidos por todos los bancos centrales, una vez deducidos los que corresponden al BCE, 8% del total). Dicho saldo ha experimentado un incremento de 7.851,38 millones de euros respecto del año anterior por el mayor volumen de billetes euro en circulación. Hasta el 31.12.2002 se incluían también dentro de esta rúbrica los billetes denominados en pesetas que no se habían canjeado al cierre del ejercicio, recogiendo a partir del 1 de enero de 2003 en la rúbrica «Otros pasivos.—Diversos». Su saldo en dicha fecha era de 1.287,73 millones de euros.

16 DEPÓSITOS EN EUROS
MANTENIDOS POR ENTIDADES
DE CRÉDITO DE LA ZONA
DEL EURO EN RELACIÓN CON
OPERACIONES DE POLÍTICA
MONETARIA

El saldo del conjunto de los diferentes tipos de depósitos que mantienen las entidades de crédito en el Banco de España ascendió a 14.409,08 millones de euros, al cierre del ejercicio de 2003. El incremento experimentado por los mismos respecto al año anterior se concentró en las cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas), que pasaron de 9.271,35 millones de euros, el 31.12.2002, a 14.408,04 millones el 31.12.2003, si bien el incremento del saldo medio de estas cuentas fue mucho menos significativo, pasando de 11.166,00 a 11.828,09 millones. Estas últimas incluyen el total de las cuentas corrientes y de tesorería abiertas por las entidades de crédito en el Banco de España, en las que mantienen las reservas mínimas a las que están obligados en relación con la instrumentación de la política monetaria.

El resto de los grupos incluidos en esta rúbrica recogen los depósitos constituidos por las entidades de crédito, en el Banco de España, bajo las modalidades de facilidad de depósito, depósitos a plazo, operaciones temporales de ajuste y depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía.

A 31.12.2003 había depósitos constituidos por un importe de 1,04 millones de euros correspondiente a la modalidad de ajuste de los márgenes de garantía (véase la nota 5 al balance). En el ejercicio anterior, el saldo era de 20 millones y correspondía a los depósitos relacionados con la facilidad marginal de depósito.

17 DEPÓSITOS EN EUROS DE
OTROS RESIDENTES EN LA ZONA
DEL EURO.—ADMINISTRACIONES
PÚBLICAS

Se recogen en este subgrupo de cuentas los depósitos que mantienen en el Banco de España las Administraciones Públicas. Su saldo vivo al cierre del ejercicio era de 15.790,14 millones de euros, con el siguiente detalle:

En millones de euros

	2003	2002
Administración Central (Estado)	3.320,81	2.798,26
<i>Tesoro Público.—Cuenta corriente</i>	<i>300,21</i>	<i>299,89</i>
<i>Otras administraciones de la Administración Central del Estado y similares</i>	<i>3.020,61</i>	<i>2.498,36</i>
Administraciones Territoriales	86,30	87,97
<i>Comunidades Autónomas, organismos administrativos y similares</i>	<i>80,39</i>	<i>81,20</i>
<i>Administración Local</i>	<i>5,91</i>	<i>6,78</i>
Administraciones de la Seguridad Social	12.383,03	11.136,76
TOTAL	15.790,14	14.022,99

El incremento del saldo de este subgrupo de cuentas (1.767,15 millones de euros) se debió, fundamentalmente, al aumento en los saldos mantenidos por las Administraciones de Seguridad Social y por otras administraciones de la Administración Central del Estado.

<p>18 DEPÓSITOS EN EUROS DE OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—OTROS PASIVOS</p>	<p>Recoge las cuentas corrientes de otras instituciones financieras que no son entidades de crédito, tales como los Fondos de Garantía de Depósitos, Otros intermediarios financieros relacionados con la liquidación de los mercados de valores, Otros intermediarios en el mercado de deuda anotada, etc., así como las cuentas corrientes de empleados y pensionistas y otras cuentas de personas jurídicas clasificadas dentro de «Otros sectores residentes no financieros». Su saldo al cierre del ejercicio de 2003 era de 1.447,80 millones de euros, y su variación respecto al cierre del ejercicio anterior, con un incremento de 255,53 millones de euros, se debió fundamentalmente al incremento de los saldos de las cuentas corrientes de «Organismos Públicos del Estado.—Organismos Autónomos» (210,81 millones).</p>
<p>19 PASIVOS EN EUROS CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO</p>	<p>Recoge fundamentalmente los saldos de las cuentas en euros mantenidos por los organismos internacionales y los Bancos Centrales no pertenecientes a la Unión Monetaria. Su saldo, 21,13 millones de euros, experimentó una disminución respecto del ejercicio anterior de 27,13 millones.</p>
<p>20 PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—DEPÓSITOS Y OTROS PASIVOS</p>	<p>Casi todos estos pasivos, cuyo saldo ascendía a 92,23 millones de euros al cierre del ejercicio, corresponden a deudas derivadas de operaciones de cesión temporal de oro, relacionadas con la gestión de las reservas exteriores del Banco de España. El importe del total de este grupo de cuentas ha disminuido en 1.279,00 millones de euros, de los que 924,42 millones corresponden a operaciones de venta de valores con pacto de recompra, cuyo saldo era nulo al cierre del ejercicio de 2003.</p>
<p>21 CONTRAPARTIDA DE LOS DERECHOS ESPECIALES DE GIRO ASIGNADOS POR EL FMI</p>	<p>Con un importe de 351,99 millones de euros, recoge la equivalencia de los DEG asignados a España en proporción a su cuota como miembro del Fondo Monetario Internacional. El importe total de este grupo ha experimentado una disminución de 35,35 millones de euros respecto del año anterior, debiéndose principalmente a la variación en el tipo de cambio.</p>
<p>22 CUENTAS INTRA-EUROSISTEMA</p>	<p>Este subgrupo de cuentas contiene los activos y pasivos del Banco de España frente al Eurosistema relacionados con la asignación de los billetes euro en el Eurosistema (véanse «Billetes en circulación» y «Cuentas intra-Eurosistema» en las notas sobre normativa contable).</p>
<p>a. Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema</p>	
<p>b. Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)</p>	<p>Véase la nota 9.d al balance.</p>
<p>23 PARTIDAS EN CURSO DE LIQUIDACIÓN</p>	<p>De los 91,95 millones de euros que refleja el saldo de este grupo de cuentas, 51,37 corresponden a transferencias ordenadas por entidades de crédito pendientes de abono al cierre del ejercicio, y 35,82 corresponden a transferencias recibidas en el día por el Sistema Nacional de Compensación Electrónica que han sido liquidadas y están pendientes de abono, cuenta a la que se debe también la parte más importante del incremento del grupo respecto a 2002.</p>
<p>24 OTROS PASIVOS.— DIFERENCIAS POR VALORACIÓN DE PARTIDAS DE FUERA DEL BALANCE</p>	<p>Véase la nota 12 al balance.</p>
<p>25 OTROS PASIVOS.—CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL PASIVO E INGRESOS ANTICIPADOS</p>	<p>Las partidas más significativas de este subgrupo de cuentas, cuyo importe total asciende a 288,80 millones de euros, corresponden a beneficios por venta de divisas en operaciones a plazo que se encuentran pendientes de vencimiento (226,98 millones), y que, por tal motivo, se consideran no realizados hasta dicho momento, así como a intereses a pagar no vencidos (54,82 millones de euros).</p>

26 OTROS PASIVOS.—DIVERSOS

La partida más relevante de este subgrupo de cuentas es la de «Billetes en circulación.—Pesetas», cuyo importe, 1.155,57 millones de euros, se ha reducido en 132,16 millones durante el ejercicio, y que corresponde a los billetes denominados en pesetas no canjeados a cierre de ejercicio. A 31.12.2002 estaban incluidos en la rúbrica «Billetes en circulación».

Las otras partidas relevantes son: «Mutualidad de empleados del Banco de España.—Por aportaciones a pagar», cuyo importe, 318,13 millones, se ha reducido en 22,62 durante el ejercicio, y los «Intereses acreedores liquidados pendientes de aplicación», correspondientes al crédito otorgado en su día a la Seguridad Social, cuyo saldo al cierre del ejercicio ascendía a 50,20 millones de euros, con una disminución de 50,19 millones respecto al ejercicio anterior¹⁰.

27 PROVISIONES

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

En millones de euros

	2003	2002
Por cobertura de riesgos por tipo de cambio.—Cta. pre-sistema	2.622,04	3.767,58
Por prejubilaciones y jubilaciones	119,53	128,78
Por riesgos y gastos diversos	72,82	107,94
Por otros motivos	0,26	0,22
TOTAL	2.814,64	4.004,53

La cuenta de provisiones más relevante es la relativa a la «Cobertura de riesgos por tipo de cambio.—Cuenta pre-sistema», creada por acuerdo de la Comisión Ejecutiva de 26 de enero de 1999. El objeto de esta provisión es cubrir el riesgo por tipo de cambio de las reservas exteriores del Banco de España. Hay que señalar que el saldo de esta cuenta, con la autorización de la Comisión Ejecutiva de fecha 9 de enero de 2004, ha disminuido a 31.12.2003 en 1.145,54 millones respecto del año anterior por aplicación a su finalidad para la compensación de las minusvalías latentes por tipo de cambio existentes a 31 de diciembre de 2003, al quedar fijados los cambios medios contables de las divisas al precio de mercado.

La disminución experimentada por las otras provisiones (44,34 millones) se ha debido, fundamentalmente, a la reducción de la provisión por los socorros por fallecimiento y jubilación establecidos en el artículo 190 del RTBE, de acuerdo con la certificación emitida por el correspondiente actuario de seguros.

28 CUENTAS DE REVALORIZACIÓN

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

¹⁰. En la nota 8.b de las «Notas explicativas al balance» se hace referencia a este crédito.

En millones de euros

CLASES DE CUENTAS	2003	2002
Cuentas de revalorización pre-sistema	2.749,60	3.727,85
Por diferencias de tipo de cambio	—	909,43
Por diferencias de precio	2.749,60	2.818,43
Oro	2.565,23	2.565,39
Valores en divisas emitidos por no residentes en la zona del euro	—	2,47
Deuda pública anotada	184,37	250,57
Cuentas de revalorización ordinaria	1.731,45	3.100,69
Por diferencias de tipo de cambio	0,01	638,11
Por diferencias de precio	1.731,44	2.462,58
Oro	1.413,37	1.353,99
Valores en divisas emitidos por no residentes en la zona del euro	91,69	896,68
Valores en euros emitidos:	179,81	210,94
<i>Por no residentes en la zona del euro</i>	<i>2,30</i>	
<i>Por residentes en la zona del euro (no domésticos)</i>	<i>14,36</i>	
<i>Deuda pública anotada</i>	<i>163,16</i>	<i>210,94</i>
Otros	46,57	0,97
TOTAL	4.481,05	6.828,55

La diferenciación entre cuentas de revalorización pre-sistema y ordinarias obedece a que, en las primeras, de acuerdo con las normas establecidas para el Eurosistema, 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 978,26 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 2003		TOTAL
	POR MATERIALIZACIÓN DE PLUSVALÍAS EN VENTAS Y AMORTIZACIONES	POR COMPENSACIÓN DE MINUSVALÍAS LATENTES	
Por variación en el tipo de cambio	-483,54	-425,88	-909,43
Por variación en el precio	-68,83	—	-68,83
<i>Oro</i>	<i>-0,16</i>	<i>—</i>	<i>-0,16</i>
<i>Valores en divisas emitidos por no residentes en la zona del euro</i>	<i>-2,47</i>	<i>—</i>	<i>-2,47</i>
<i>Deuda pública anotada</i>	<i>-66,20</i>	<i>—</i>	<i>-66,20</i>
TOTAL	-552,37	-425,88	-978,26

Por otro lado, las cuentas de revalorización ordinaria han experimentado una disminución de 1.369,24 millones de euros. En el cuadro siguiente se detalla su variación:

CAUSAS DE LA VARIACIÓN	MILLONES DE EUROS
Por variaciones en el tipo de cambio	-638,10
Por variaciones en el precio de los activos	-731,15
Oro	59,38
Valores en divisas emitidos por no residentes en la zona del euro	-804,99
Valores en euros emitidos:	-31,13
<i>Por no residentes en la zona del euro</i>	2,30
<i>Por residentes en la zona del euro (no domésticos)</i>	14,36
<i>Deuda pública anotada</i>	-47,78
Otros	45,60
TOTAL	-1.369,24

29 CAPITAL

El capital del Banco de España, constituido de acuerdo con lo previsto en el Decreto-Ley 18/1962, de 7 de junio, asciende a 1,37 millones de euros, sin variación en el ejercicio.

30 RESERVAS

Se incluyen en este subgrupo, sin variación en el ejercicio, el importe del capital, reservas y resultados derivados de la integración, en 1973, del extinto Instituto Español de Moneda Extranjera en el Banco de España.

31 BENEFICIOS DEL EJERCICIO

Los beneficios netos del ejercicio, una vez deducida la dotación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales (3,90 millones de euros), han ascendido a 1.947,47 millones de euros, inferiores en un 11,3% a los de 2002. Del citado importe, 935,37 millones fueron ingresados en el Tesoro el 3 de noviembre de 2003, de acuerdo con lo dispuesto en el Real Decreto 1080/2002, de 22 de octubre.

A lo largo del ejercicio también se ingresaron en el Tesoro las cantidades que se citan, correspondientes a los beneficios de 2002:

- El día 3.2.2003, 820,28 millones de euros, hasta alcanzar junto con el ingreso realizado en noviembre de 2002 el 90% de los beneficios de dicho año, que ascendieron a 2.196,25 millones de euros.
- El día 12.8.2003, una vez aprobado por el Consejo de Ministros el balance y cuenta de resultados del año 2002, 219,62 millones de euros, como importe restante de los beneficios de dicho ejercicio.

El detalle de los diferentes componentes que integran los beneficios de 2003 figura en el apartado II.3 siguiente, relativo a la cuenta de resultados.

Notas explicativas a la cuenta de resultados

1 INGRESOS POR INTERESES

Este apartado incluye los ingresos por intereses devengados por los principales activos del Banco de España. Su composición, en ambos ejercicios, ha sido la siguiente:

En millones de euros

	MONEDA EXTRANJERA		EUROS		TOTAL	
	2003	2002	2003	2002	2003	2002
Valores	432,62	949,52	384,15	179,06	816,76	1.128,58
Otros activos	174,20	161,16	1.031,38	1.413,58	1.205,58	1.574,73
TOTAL	606,82	1.110,68	1.415,52	1.592,64	2.022,34	2.703,31

De los intereses de las inversiones en moneda extranjera, 606,82 millones de euros, su mayor parte, 487,17 millones (80,28%), procede de inversiones en dólares USA, en las que se ha mantenido un saldo medio de 24.408,69 millones de dólares, con una rentabilidad media del 2,3%, frente al 3,7% del año 2002. El resto de intereses se ha originado por inversiones mucho menos relevantes en DEG y otras inversiones menores en otras divisas.

En relación con los intereses de las inversiones en euros (1.415,52 millones), cabe señalar que provienen de los siguientes activos:

En millones de euros y %

ACTIVOS	INVERSIÓN MEDIA	INTERESES	RENTABILIDAD MEDIA EN 2003
Créditos a entidades por operaciones de política monetaria	19.899,37	460,61	2,3%
Saldo neto frente a bancos centrales de la Unión Europea por operaciones TARGET	20.216,47	478,67	2,3%
Activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE	4.446,75	88,69	2,0%
Carteras de valores	12.412,23	384,15	3,1%
Otros	—	3,42	—
TOTAL	56.974,82	1.415,52	2,5%

La reducción del total de los ingresos por intereses denominados en euros (177,11 millones) se ha debido a la caída de la rentabilidad media en estos activos (pasó del 3,4% en 2002 al 2,5% en 2003), compensada por el incremento de la inversión media (46.696,34 millones en 2002).

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 2003
		2003	2002	
Remuneración de las reservas mínimas	11.821,33	274,38	367,88	2,3%
Depósitos de Administraciones Públicas	11.900,56	270,73	386,30	2,3%
Cuentas intra-Eurosistema.—Pasivos netos relacionados con la emisión de billetes	5.677,10	133,11	182,84	2,3%
Pasivos en moneda extranjera	971,06	11,64	15,78	1,2%
Otros pasivos en euros y moneda extranjera	—	0,30	3,39	—
TOTAL	30.370,05	690,15	956,19	2,2%

El importe de la remuneración correspondiente a los días con saldo neto acreedor de las cuentas intra-Eurosistema relacionadas con la asignación de billetes en el Eurosistema ascendió a 133,11 millones de euros.

La disminución del gasto frente al ejercicio anterior, 266,04 millones de euros, se ha debido, sobre todo, a la caída del coste medio de la financiación recibida (2,2% en 2003, frente a 3,2% en 2002), que ha sido el factor fundamental de la reducción del coste de las reservas mínimas (93,50 millones), de los depósitos de las Administraciones Públicas (115,58 millones) y de las cuentas intra-Eurosistema. — Pasivos netos relacionados con la emisión de billetes (49,74 millones), y, en menor medida, a intereses pagados sobre pasivos en moneda extranjera (4,14 millones de euros).

3 GANANCIAS/PÉRDIDAS REALIZADAS PROCEDENTES DE OPERACIONES FINANCIERAS

Recoge los resultados producidos en la compraventa de activos financieros. En el ejercicio de 2003 han ascendido a 740,46 millones de euros, procedentes, fundamentalmente, de las siguientes fuentes:

— Las ganancias por tipo de cambio en venta de divisas se elevan a 86,63 millones de euros, de los cuales 226,30 millones corresponden a pérdidas del ejercicio y 312,93 millones a la realización de plusvalías latentes provenientes de la revalorización efectuada el 31.12.1998. Dichos resultados se derivan, en su mayor parte, de la venta neta diaria de dólares USA (92,32 millones), que a lo largo del período 2003 ha supuesto un total acumulado de 12.851,32 millones de dólares. El resto son pérdidas que corresponden, fundamentalmente, a la venta neta de DEG (5,97) y a ganancias en otras divisas (0,27).

— Las ganancias netas por precio, derivadas de la compraventa de valores extranjeros, importan 657,73 millones de euros, correspondiendo su totalidad a la venta de valores denominados en dólares USA. El importe bruto de la venta de valores denominados en dólares USA en el ejercicio ascendió a 34.276,07 millones de dólares.

Del total de 657,73 millones, 655,26 millones corresponden a las plusvalías realizadas en el presente ejercicio, y el resto, 2,47 millones, a la realización de plusvalías latentes ya existentes a 31 de diciembre de 1998.

Con respecto al ejercicio anterior, las ganancias netas en estas operaciones han experimentado un incremento de 12,47 millones de euros, resultado, en su mayor parte, de un aumento del beneficio por precio de 287,16 millones y de una disminución del beneficio por tipo de cambio de 274,69 millones.

— El incremento del beneficio por precio (287,16 millones de euros) se ha producido fundamentalmente por los beneficios en las ventas de valores de renta fija en dólares USA (299,57 millones de euros), debido al incremento de su precio de mercado y al mayor volumen de ventas. Este mayor beneficio en la venta de valores en dólares se ha visto compensado ligeramente por las menores ganancias (12,41) procedentes de ventas de valores en euros y otras operaciones financieras de carácter residual.

— La disminución del beneficio por tipo de cambio (274,69 millones de euros) ha sido ocasionada, fundamentalmente, por la apreciación del euro frente al dólar USA, habiéndose contrarrestado parcialmente este efecto por el fuerte aumento en el volumen de ventas (886,97 millones de dólares en 2002 frente a 12.851,32 millones en 2003).

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.

La depreciación registrada en el ejercicio 2003 ha ascendido a 1.161,69 millones de euros, de los cuales 1.571,69 corresponden a minusvalías por tipo de cambio registradas en divisas,

fundamentalmente en dólares USA (1.437,19 millones de euros) y en DEG (134,14 millones), compensada parcialmente por la aplicación de plusvalías pre-sistema por tipo de cambio por un importe de 425,88 millones de euros, de ellos 395,91 millones en dólares USA y 29,98 millones en DEG.

Las minusvalías latentes por el precio de los valores sumaron 15,88 millones, de ellos 6,67 millones en valores denominados en dólares USA y 9,21 millones en valores denominados en euros.

5 DOTACIONES Y EXCESOS DE PROVISIÓN POR RIESGOS DE TIPO DE CAMBIO Y PRECIO

En el presente ejercicio se han aplicado a su finalidad provisiones para la cobertura de riesgos por tipo de cambio por un importe de 1.145,54 millones de euros.

6 INGRESOS NETOS POR HONORARIOS/COMISIONES

Recoge, fundamentalmente, ingresos y gastos derivados de comisiones por servicios bancarios y similares (transferencias, gestión de cheques, custodia y administración de valores, servicio telefónico en operaciones con valores, etc.). Su detalle es el siguiente:

En millones de euros

	INGRESOS		GASTOS	
	2003	2002	2003	2002
Operaciones exteriores	0,80	0,96	-1,29	-1,18
Operaciones interiores	12,44	15,92	-0,87	-0,69
TOTAL	13,24	16,88	-2,16	-1,86

Los menores ingresos por honorarios registrados en 2003 (21,6%) se han debido, sobre todo, al menor número de operaciones a través del Servicio de Liquidación del Banco de España por la incorporación de la Central de Anotaciones a Iberclear.

7 DIVIDENDOS Y OTROS INGRESOS DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES

Del importe total registrado, 69,53 millones de euros, 67,47 millones provienen del BCE, en concepto de reparto del dividendo ordinario efectuado en 2003. El percibido en 2002 ascendió a 160,03 millones.

Por otra parte, en el ejercicio de 2003 el BCE no ha distribuido el dividendo al que corresponde específicamente el señoreaje de los billetes euro emitidos en su nombre por los BCN, por haber tenido que utilizar esos ingresos para cubrir parcialmente sus pérdidas en ese ejercicio. En 2002, el dividendo por señoreaje ascendió a 66,54 millones de euros.

8 RESULTADO NETO DE LA REDISTRIBUCIÓN DE LOS INGRESOS MONETARIOS

El importe de los ingresos monetarios de cada BCN del Eurosistema se determina calculando los ingresos anuales generados por los activos identificables mantenidos como contrapartida de la base de pasivos. La base de pasivos consta de los siguientes elementos: billetes en circulación; depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito en relación con operaciones de política monetaria; pasivos intra-Eurosistema netos por operaciones TARGET, cuando su saldo sea acreedor; pasivos intra-Eurosistema netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema. Cualquier interés pagado por los pasivos incluidos en la base de pasivos habrá de deducirse de los ingresos monetarios que se aporten. Los activos identificables constan de los siguientes elementos: préstamos a entidades de crédito de la zona del euro relacionados con operaciones de política monetaria; activos intra-Eurosistema equivalentes a la transferencia de activos de reserva exteriores al BCE; activos intra-Eurosistema

netos por operaciones TARGET, cuando su saldo sea deudor; activos intra-Eurosistema netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema; un importe limitado de las tenencias de oro de cada BCN, en proporción a su clave de capital. Se considera que el oro no genera ingresos. Cuando el valor de los activos identificables de un BCN exceda o no alcance el valor de su base de pasivos, la diferencia se compensará aplicando al importe de la misma el tipo medio de rentabilidad del total de los activos identificables del conjunto de BCN.

Los ingresos monetarios puestos en común por el Eurosistema se asignarán entre los BCN de acuerdo con su clave en el capital suscrito del BCE. La diferencia entre los ingresos monetarios puestos en común por el Banco de España, que ascienden a 851,54 millones de euros, y los asignados, que ascienden a 852,14 millones de euros, es el resultado neto del proceso de cálculo de los ingresos monetarios.

9 OTROS INGRESOS Y QUEBRANTOS

Recoge los ingresos y quebrantos que no tienen cabida en otros epígrafes, así como otros de carácter excepcional y diverso. Su detalle es el siguiente:

En millones de euros

DESCRIPCIÓN	2003	2002
Beneficios deuda pública anotada	88,99	76,57
Resultados extraordinarios	121,68	67,70
Diversos	0,36	0,61
TOTAL	211,04	144,87

De los beneficios netos relativos a la cartera de Deuda Pública, 66,20 millones corresponden a la materialización de plusvalías pre-sistema por ventas y amortizaciones y el resto, 26,66 millones, a resultados corrientes por ventas. Por otra parte, las minusvalías latentes a fin del ejercicio ascendieron a 3,87 millones. En conjunto, el resultado neto ha superado en 12,42 millones al obtenido por este concepto en 2002.

Los resultados extraordinarios por importe de 121,68 millones de euros se han producido fundamentalmente por el cobro a la Seguridad Social de intereses devengados en ejercicios anteriores (50,19 millones), por la reducción de la provisión para el socorro por fallecimiento y jubilación de los empleados (45,26 millones) y, finalmente, por los beneficios de la venta de edificios de sucursales cerradas en el ejercicio 2002 (23,58 millones).

10 GASTOS DE PERSONAL

El moderado incremento de gastos de personal, 3,94 millones de euros, es resultado, básicamente, del efecto de la reestructuración de la red de sucursales y de recursos humanos acordada en 2002.

11 GASTOS EN BIENES Y SERVICIOS¹¹

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 38,55 millones de euros, y los gastos en inmuebles —dentro de los que destacan los de su mantenimiento—, que ascendieron a 16,18 millones de euros.

¹¹. Dado que en el modelo armonizado de la cuenta de pérdidas y ganancias para el SEBC no se ha previsto explicitar los «Tributos», estos se incluyen en el presente apartado.

Su detalle es el siguiente:

En millones de euros

DESCRIPCIÓN	2003	2002
Gastos de oficina	-38,55	-32,38
Gastos de inmuebles	-16,18	-15,88
Transportes y comunicaciones	-6,06	-5,65
Vigilancia y seguridad	-6,25	-6,14
Gastos de formación y becas	-2,12	-1,67
Gastos diversos de funcionamiento	-7,77	-8,19
Tributos	-0,91	-0,87
TOTAL	-77,84	-70,78

Dentro de «Gastos diversos de funcionamiento» se incluyen 119.098,35 euros (IVA incluido) correspondientes a los honorarios de los auditores externos, PricewaterhouseCoopers, SL, por la realización, en 2003, de las auditorías sobre cuentas anuales del Banco, así como sobre la gestión, por parte del Banco de España, de las reservas del Banco Central Europeo. Asimismo, se han satisfecho a otras empresas del grupo otros 115.336,77 euros por la adquisición de productos y servicios informáticos y jurídicos.

12 AMORTIZACIÓN DEL INMOVILIZADO

Recoge el gasto por la depreciación estimada en los activos fijos del Banco, con el siguiente detalle:

En millones de euros

DESCRIPCIÓN	2003	2002
Amortizaciones de inmuebles	-8,41	-8,73
Amortización de elementos de transporte	-0,51	-0,26
Amortización de muebles y equipo de oficina	-12,27	-9,78
Amortización de aplicaciones informáticas	-3,06	-2,49
Otros gastos amortizables	—	—
TOTAL	-24,25	-21,25

13 COSTES DE PRODUCCIÓN DE BILLETES

Su importe (48,97 millones de euros) corresponde a los gastos que satisface el Banco de España por la adquisición de billetes, esencialmente, a la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre. Su disminución respecto al ejercicio anterior (66,26 millones de euros) se ha debido al menor volumen de billetes denominados en euros adquiridos por el Banco, en comparación con el volumen que fue necesario comprar en 2002 para proceder al canje de pesetas a euros.

14 OTROS GASTOS

La reducción experimentada por estos gastos (17,23 millones de euros) se ha debido, principalmente, a la no existencia en 2003 de los gastos extraordinarios originados por el proceso del canje de la peseta/euro que tuvieron lugar en 2002.

15 DOTACIONES Y APLICACIONES A OTROS FONDOS Y PROVISIONES

Su importe, 47,53 millones de euros, ha disminuido con respecto al ejercicio anterior en 127,91 millones, debido, fundamentalmente, a las dotaciones efectuadas en 2002 a los fondos de provisión para atender a pagos futuros por prejubilaciones, relacionados con el

acuerdo alcanzado por el Banco con sus empleados en agosto de 2002, y otras provisiones por jubilaciones (128,78 millones). Por otro lado, los gastos derivados de los compromisos de pago con la Mutualidad de Empleados del Banco de España se han reducido en 2,24 millones de euros respecto a 2002, la dotación a la provisión por riesgo-país para la cobertura, al 100%, de los créditos concedidos a través del Convenio con Cuba ha disminuido en 1,77 millones de euros, y la aportación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales lo ha hecho en 0,50 millones.

El Banco de España, al prestar servicios financieros, no es una empresa con un alto riesgo medioambiental. Durante el ejercicio no se ha considerado necesario registrar ninguna dotación para riesgos y cargas de carácter medioambiental.

16 BENEFICIO DEL EJERCICIO

Con el detalle y por las causas señaladas en las notas anteriores, el beneficio del ejercicio 2003 ha ascendido a 1.947,47 millones de euros, un 11,3% inferior al del ejercicio precedente.

Como se detalla en el cuadro siguiente, del citado importe, y en aplicación del Real Decreto 1080/2002, con fecha 2 de febrero de 2004 se han ingresado en el Tesoro 817,35 millones de euros, correspondientes al importe necesario para alcanzar (considerando el anticipo efectuado, el 3 de noviembre de 2003, de 935,37 millones) el 90% de los beneficios del Banco a 31.12.2003.

En millones de euros

1. Beneficios del ejercicio de 2003		1.947,47
2. Ingresos efectuados en el Tesoro:		
El 3.11.2003, por el 70% de los beneficios a 30.9.2003	935,37	
El 2.2.2004, por la diferencia con el importe anterior para alcanzar el 90% de los beneficios a 31.12.2003	817,35	1.752,72
3. Beneficios pendientes de ingreso, en su caso, en el Tesoro ¹²		194,75
TOTAL (2 + 3)		1.947,47

¹² Una vez aprobadas por el Gobierno las cuentas anuales de este ejercicio 2003, se efectuará el ingreso en el Tesoro del importe restante que proceda.

III Información específica según el artículo 4 de la Ley de Autonomía del Banco de España

Aportaciones efectuadas por el Banco a los Fondos de Garantía de Depósitos (artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994)

La aportación del Banco de España a los Fondos de Garantía de Depósitos está regulada por el artículo 3.º del Real Decreto 18/1982, según redacción dada por la disposición adicional séptima del Real Decreto-Ley 12/1995, de 28 de diciembre, y el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, que desarrolla el régimen jurídico de los citados Fondos.

Este último Real Decreto estableció que los Fondos de Garantía de Depósitos, solo excepcionalmente, «podrán nutrirse con aportaciones del Banco de España, cuya cuantía se fijará por Ley». En el año 2003, el Banco de España no hizo aportación alguna a los Fondos de Garantía de Depósitos.

Lucro cesante

En el siguiente cuadro se muestran los créditos vivos durante 2003, con tipos de interés inferiores a los utilizados como referencia, con objeto de estimar el lucro cesante del ejercicio, en virtud de lo establecido en el art. 4.2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.

SALDOS MEDIOS DE LOS CRÉDITOS VIVOS DURANTE 2003, CUYOS TIPOS HAN RESULTADO INFERIORES A LOS DE REFERENCIA

En millones de euros y %

TÍTULO	SALDO MEDIO ESTIMADO EN 2003	TIPO DE INTERÉS PERCIBIDO	TIPO DE INTERÉS DE REFERENCIA	LUCRO CESANTE ESTIMADO
Endeudamiento neto del Estado	8.039,17	0,00	2,31	185,70
Créditos a la Seguridad Social	1.408,35	0,00	2,31	32,53
Anticipos reintegrables a empleados	22,32	0,00	2,31	0,52
TOTAL	9.469,83	0,00	2,31	218,75

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, dispuso que «los citados créditos no devengarán interés alguno a partir del 1 de enero de 1995».

El tipo de referencia utilizado para estimar el lucro cesante implícito en todos ellos ha sido la media mensual del tipo de interés de las operaciones principales de financiación durante el ejercicio.



Paseo de la Castellana, 43
28046 Madrid
Tel. +34 915 684 400
Fax +34 913 083 566

INFORME DE AUDITORIA DE CUENTAS ANUALES

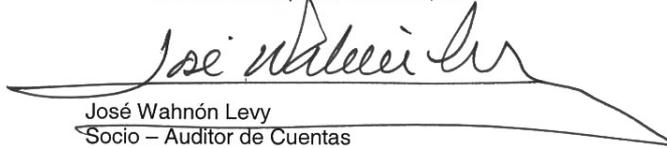
Al Gobernador y al Consejo de Gobierno del Banco de España

Hemos auditado las cuentas anuales del Banco de España que comprenden el balance de situación al 31 de diciembre de 2003, 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 2003, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere exclusivamente a las cuentas anuales del ejercicio 2003. Con fecha 29 de mayo de 2003 emitimos nuestro informe de auditoría acerca de las cuentas anuales del ejercicio 2002 en el que expresamos una opinión favorable.

En nuestra opinión, las cuentas anuales del ejercicio 2003 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 2003 y de los resultados de sus operaciones durante el ejercicio anual terminado en dicha fecha y contienen la información necesaria y suficiente para su interpretación y comprensión adecuada, de conformidad con los principios y normas contables que se indican en el apartado II.1 de la memoria, basados en la normativa contable establecida para los bancos centrales miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales, que guardan uniformidad con los aplicados en el ejercicio anterior.

PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L.



José Wahnón Levy
Socio – Auditor de Cuentas

31 de mayo de 2004

2 Informe de la Comisión de Auditoría

Los que suscriben, miembros del Consejo de Gobierno del Banco de España, D. Eduardo Bueno Campos, D. Juan Muñoz García y D. José Manuel González-Páramo Martínez-Murillo, como integrantes de la Comisión de Auditoría designada por el citado Consejo de Gobierno, hemos recibido el encargo de someter a censura las cuentas de esta Institución correspondientes a 2003.

En virtud de este mandato, la Comisión de Auditoría ha realizado el análisis de las operaciones efectuadas por el Banco de España. El alcance de este examen ha consistido, esencialmente, en: 1) Estudio de las cuentas anuales del Banco de España correspondientes al ejercicio 2003, elaboradas por el Departamento de Régimen Interior del Banco de España; 2) estudio de la auditoría del balance y de la cuenta de resultados del Banco de España correspondientes a 2003, realizada por su Auditoría Interna; 3) estudio de la documentación solicitada por los miembros de esta Comisión a los auditores externos independientes; 4) entrevistas con los responsables de la auditoría externa independiente, del Departamento de Auditoría Interna y de la Intervención General; y 5) propuestas de modificación, corrección o aclaración de diversos extremos, todas ellas satisfactoriamente incorporadas a las cuentas anuales por la Intervención General.

La conclusión fundamental de nuestro informe es que del análisis efectuado, del examen y procedimientos con que se desarrolla la contabilización y del registro de los hechos contables, así como de los controles internos que se llevan a cabo, se desprende que las cuentas anuales correspondientes al ejercicio 2003 reflejan fielmente el patrimonio y la situación económica y financiera del Banco de España.

Madrid, a 28 de mayo de 2004.



D. EDUARDO BUENO CAMPOS



D. JUAN MUÑOZ GARCÍA



D. JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO
MARTÍNEZ-MURILLO

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 2003 y los primeros tres meses del año 2004.

Las nuevas disposiciones aparecen ordenadas con un doble criterio. En primer lugar, se recoge un extracto de las normas legales más significativas, siguiendo un orden cronológico con agrupación mensual. Cuando varias disposiciones de distinto rango constituyen el desarrollo normativo de un mismo tema, se agrupan en el apartado correspondiente a la fecha de la disposición de mayor rango. Del mismo modo, para facilitar la plena comprensión de la regulación de algún asunto, cuando se comentan dos o más normas del mismo rango publicadas en diferentes momentos a lo largo del año, se lleva a cabo una agrupación de todas ellas en el apartado correspondiente a la norma más antigua. Estas disposiciones han sido comentadas ampliamente en los artículos trimestrales sobre regulación financiera que se publican en el *Boletín económico* del BE.

En segundo lugar, se ofrece un catálogo sistemático de materias cuya normativa ha sido objeto de modificaciones desde enero de 2003, especificando el mes de la fecha de la norma y el mes en que se publicó el *Boletín económico* trimestral donde fueron analizadas.

14.4.2004.

1 Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2003 a marzo de 2004

ENERO 2003

MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS.—La *Orden Eco/3451/2002, de 27 de diciembre* (BOE 015/2003, de 17 de enero) y la *Orden Eco/29/2003, de 8 de enero* (BOE 015/2003, de 17 de enero), modificaron, respectivamente, la Orden de 30 de diciembre de 1992 y la Orden de 29 de diciembre de 1992, con tres objetivos.

En primer lugar, se introdujo en las citadas órdenes ministeriales la ponderación del 0% a los títulos de deuda de las entidades locales, a efectos del cómputo del coeficiente de solvencia y de la normativa de grandes riesgos de las entidades de crédito, de las sociedades y agencias de valores, y sus grupos consolidables.

En segundo lugar, se incluyó dentro de los riesgos ligados a la cartera de negociación de las entidades de crédito y de las sociedades y agencias de valores a las materias primas y a los instrumentos financieros sobre ellas. Asimismo, se facultó al Banco de España o, en su caso, a la CNMV para fijar los requerimientos de recursos propios con que dichas entidades deberán cubrir el riesgo que asuman por mantener posiciones en estos instrumentos. Dichos requerimientos serán adicionales a los establecidos para otras obligaciones.

Finalmente, para las entidades de crédito, se incluyeron las *posiciones en oro* dentro de los riesgos de tipo de cambio, que tendrán un nivel de exigencia de recursos propios del 8% de la posición neta, y a las que se les otorga un tratamiento similar a las posiciones en divisas. En el caso de las sociedades y agencias de valores, se facultó a la CNMV para que estableciera la exigencia de recursos propios en función del riesgo de posiciones en oro, así como sus métodos de cálculo.

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE EL AÑO 2003 Y ENERO DE 2004.—Como viene siendo habitual a primeros de cada año, se publicaron el *RD 29/2003, de 10 de enero* (BOE 010/2003, de 11 de enero), por el que se dispone la creación de deuda pública durante el año 2003; la *Orden Eco/43/2003, de 14 de enero* (BOE 018/2003, de 21 de enero), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2003 y enero de 2004 y por la que se delegan determinadas facultades en el director general del Tesoro y Política Financiera, y dos *Resoluciones de 22 de enero de 2003*, de la dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE 027/2003, de 31 de enero, y BOE 029/2003, de 3 de febrero, respectivamente), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publica el calendario de subastas para el año 2003 y el mes de enero de 2004.

En sentido amplio, se prevé la continuidad de los mismos instrumentos, técnicas, prácticas y demás elementos establecidos para la creación de deuda pública durante el año 2002. Por otro lado, la deuda que se emita por el Estado durante todo el año en curso en todas las modalidades no superará el límite de incremento que para la citada deuda establece la Ley 52/2002, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2003. Este límite será extensible al mes de enero de 2004, en las condiciones establecidas, hasta el nivel del 15% del total autorizado para el año 2003, computándose los importes así emitidos dentro del límite que contemple la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2004.

En cuanto a la formalización de la deuda pública, esta adoptará, como en años anteriores, las modalidades de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, representándose en todos los casos, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta.

Respecto a las letras del Tesoro, para el año 2003 se ha considerado conveniente introducir determinados cambios en los plazos de emisión y en la agrupación de emisiones, a fin de reforzar el mercado de letras del Tesoro, garantizar su liquidez y mantener la competitividad con el resto de emisores institucionales del área euro. Las subastas tendrán lugar cada cuatro semanas, coincidiendo las fechas de emisión con los vencimientos de las referencias emitidas con anterioridad para facilitar la reinversión. Por otro lado, el Tesoro reinicia las emisiones de letras a tres y seis meses, para ampliar su presencia en los plazos más demandados por los inversores institucionales, y se mantiene la oferta de letras a doce y dieciocho meses, alternándose las emisiones de letras a tres y seis meses. Además, las letras que se emitan a estos plazos son fungibles con las emitidas a doce y dieciocho meses con el mismo vencimiento, con lo que la medida permite incrementar el volumen emitido en circulación y mantener la liquidez de estas a lo largo de su período de vida.

En cuanto a los bonos y obligaciones del Estado, a grandes rasgos, se mantienen sus características de emisión en relación con el año anterior. Así, continúa la obligación de hacer público su calendario anual de subastas ordinarias con carácter trimestral, de acuerdo con los creadores del mercado, en función de las condiciones de los mercados y del desarrollo de las emisiones durante el año. También se mantienen los procedimientos de emisión, excepto para las obligaciones del Estado a diez años, en que, en función de la experiencia adquirida en 2002, se ha considerado conveniente volver al procedimiento habitual de subastas utilizado en el resto de instrumentos.

DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE FUTUROS Y OPCIONES SOBRE EL ACEITE DE OLIVA: La *CCNMV 1/2003, de 22 de enero* (BOE 33/2003, de 7 de febrero), facultada por la Orden *Eco/3235/2002, de 5 de diciembre*, en la que se desarrollan las especialidades aplicables a los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre el aceite de oliva, determinó los requisitos de especialidad, profesionalidad y solvencia, así como la forma, contenido y los plazos en que los miembros industriales deberán remitir la información contable a la CNMV y a los organismos rectores de estos mercados.

RIESGOS DERIVADOS DEL COMERCIO EXTERIOR: COBERTURA DEL ESTADO: Se publicó la *Orden Eco/180/2003, de 22 de enero* (BOE 33/2003, de 7 de febrero), sobre cobertura por cuenta del Estado de riesgos derivados del comercio exterior de las inversiones exteriores y de las transacciones económicas con el exterior, que responde a las nuevas exigencias de los mercados internacionales derivados de la mayor complejidad e interdependencia de la actividad económica, a la aparición y propagación de nuevos factores de riesgo, y a la progresiva liberalización de los mercados más desarrollados. Asimismo, introduce en el ámbito del tráfico comercial una adecuada respuesta normativa a las últimas regulaciones de la Unión Europea, y en concreto a la reciente Comunicación de la Comisión a los Estados Miembros 2001/C/217/02, sobre el seguro de crédito a la exportación a corto plazo, así como a los avances normativos alcanzados en materias tan significativas como la lucha contra la corrupción y la preservación del medio ambiente.

DIRECTIVA RELATIVA A LAS OPERACIONES CON INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y A LA MANIPULACIÓN DEL MERCADO (ABUSO DEL MERCADO). — Se aprobó la *Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003* (DOCE de 12 de abril), sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), cuyo objetivo es garantizar la integridad de los mercados financieros comunitarios y, en consecuencia, aumentar la confianza de los inversores en dichos mercados.

La Directiva deberá aplicarse a cualquier instrumento financiero admitido a negociación en un mercado regulado de, al menos, un Estado miembro, o para el que se haya cursado una

solicitud de admisión a negociación en dicho mercado, con independencia de si la operación realmente tiene lugar en ese mercado o no. En lo que se refiere al uso de información privilegiada, también será de aplicación a los instrumentos financieros no cotizados en un mercado regulado de un Estado Miembro cuando su valor sí dependa de un instrumento financiero cotizado. No se aplicará a las operaciones efectuadas para ejecutar la política monetaria, de tipo de cambio o de gestión de la deuda pública por parte de un Estado miembro, del Sistema Europeo de Bancos Centrales, de un Banco Central Nacional o de otro organismo oficialmente designado a tal efecto o por parte de cualquier otra persona que actúe en nombre de estos.

Los Estados miembros prohibirán a cualquier persona que posea información privilegiada utilizarla adquiriendo o cediendo, o intentando adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a los que se refiera dicha información. Finalmente, garantizarán que los emisores de instrumentos financieros hagan pública cuanto antes la información privilegiada que afecte directamente a los mismos, y velarán por que los emisores hagan figurar en sus sitios de Internet, durante un período adecuado, cualquier información privilegiada que deban publicar.

FEBRERO 2003

MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO DE AUDITORÍA DE CUENTAS.—Se desarrolló el *RD 180/2003, de 14 de febrero* (BOE 050/2003, de 27 de febrero), por el que se modifica el Real Decreto 1636/1990, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el reglamento que desarrolla la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas.

Desde el punto de vista financiero, y en relación con la obligación de los auditores de cuentas de comunicar, rápidamente y por escrito, al Banco de España, a la CNMV y a la DGSFP determinados hechos o decisiones relevantes en el funcionamiento de la entidad auditada, de los que hayan tenido conocimiento en el ejercicio de sus funciones, se estableció un plazo de diez días, desde el momento en que se tenga conocimiento de que se han producido, para su cumplimiento efectivo. Del mismo modo, se estableció la obligación de los auditores de cuentas de enviar copia a las autoridades supervisoras a los diez días siguientes a la finalización del plazo de que dispone la entidad auditada (una semana desde la entrega del informe de auditoría), siempre que esta no hubiera enviado ya el informe de auditoría a las autoridades supervisoras.

MARZO 2003

REGLAMENTO DE LA SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES.—Mediante la publicación de la *Orden Eco/689/2003, de 27 marzo* (BOE 075/2003, de 28 marzo), se aprobó el Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (en adelante, la Sociedad de Sistemas). El Reglamento se nutrirá del Reglamento de Organización y Funcionamiento del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (el ROF), con las adiciones y modificaciones que se establecen en esta norma, y se aplicará la normativa que venía rigiendo hasta ahora el sistema de registro, compensación y liquidación del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

Las entidades que ostenten, o que adquieran en el futuro, la condición de entidades adheridas al SCLV, así como las que ostenten, o que adquieran en el futuro, la condición de entidad gestora o de titular de cuenta del Mercado de Deuda Pública, serán entidades participantes en la Sociedad de Sistemas, sin solución de continuidad en sus respectivas funciones, derechos u obligaciones frente al gestor del sistema de registro, compensación y liquidación. La pérdida o suspensión de la condición de entidad gestora o titular de cuenta supondrá la pérdida o suspensión de la condición de entidad participante respecto del sistema de registro, compen-

sación y liquidación del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones gestionado por la Sociedad de Sistemas.

En el proceso de autorización de las nuevas entidades gestoras o titulares de cuentas, la Sociedad de Sistemas emitirá un informe sobre la idoneidad de los medios técnicos con que cuentan las solicitantes para la realización de sus funciones en relación con el sistema de registro, compensación y liquidación del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

Finalmente, cabe reseñar que la Sociedad de Sistemas facilitará al ministro de Economía, al Tesoro y a los distintos organismos supervisores, en el ámbito de sus respectivas competencias, así como, en su caso, a la correspondiente Comunidad Autónoma, cuanta información le soliciten sobre sus actividades de registro, compensación y liquidación, siempre que dicha información esté a su disposición, de acuerdo con la normativa vigente. Asimismo, les asesorará en todas las materias relacionadas con las actividades de registro, compensación y liquidación de la Sociedad de Sistemas.

CREADORES DE MERCADO DE LETRAS DEL TESORO.—La *Resolución de 5 de marzo de 2003*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE 060/2003, de 11 marzo), amplió el alcance del ámbito de colaboración de los creadores de mercado para abarcar no solo al mercado de bonos y obligaciones del Estado, sino también al de letras del Tesoro, con el fin de garantizar la liquidez de su mercado y mantener la competitividad con el resto de emisores institucionales del área euro.

Por otro lado, la norma aprovecha para modificar la regulación de la segunda vuelta que se concede a los creadores de bonos y obligaciones, a fin de reforzar su compromiso de proveer al mercado de liquidez a través de las cotizaciones en los sistemas organizados de negociación.

Los requisitos para poder acceder a la condición de creador de mercado de letras del Tesoro son los siguientes: ser titular de cuenta de valores a nombre propio en la Central de Anotaciones en el Banco de España; cumplir los requisitos que se establezcan en términos de la dotación de recursos técnicos y humanos; satisfacer las demás condiciones económicas y jurídicas necesarias para tener la consideración de miembros con facultades plenas en, al menos, uno de los sistemas organizados de negociación electrónica que determine el Tesoro; actuar durante un período mínimo de un mes, demostrando en los mercados primario y secundario de letras del Tesoro que existe un compromiso semejante al que se requiere del conjunto de los creadores de mercado.

Los creadores de mercado de letras del Tesoro que cumplan con sus obligaciones podrán acceder en exclusiva a una segunda vuelta de la subasta de letras del Tesoro. Durante esta vuelta, los creadores podrán presentar peticiones, que serán adjudicadas al precio marginal resultante de la fase de subasta.

En lo referente a las obligaciones de los creadores de mercado de letras, en primer lugar, cada creador deberá presentar en cada subasta peticiones por un valor mínimo del 3% de la cantidad adjudicada por el Tesoro para cada tipo de letra, a rentabilidades no superiores a la correspondiente al precio marginal menos dos puntos básicos. En segundo lugar, deberá garantizar la liquidez del mercado secundario de letras del Tesoro, cumpliendo con las obligaciones que se especifican en la norma. Finalmente, deberán aportar la información que el Tesoro pueda solicitar sobre el mercado de deuda, en general, y sobre la actividad del creador en el mismo, en particular.

ENTIDADES ASEGURADORAS: INFORMACIÓN DE PLANES DE PREVISIÓN ASEGURADOS.—La *Resolución de 5 de marzo de 2003*, de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) (BOE 061/2003, de 12 marzo), facultada por el Real Decreto 27/2003, de 10 de enero, estableció las obligaciones de información que las entidades aseguradoras que comercialicen planes de previsión asegurados (en adelante, PPA) deberían comunicar a los tomadores con anterioridad a su contratación, sobre tipo de interés garantizado, plazos de cada garantía y gastos previstos, y ello sin perjuicio de las obligaciones de información establecidas en la normativa de seguros privados.

Durante todo el período de vigencia del contrato, la entidad aseguradora deberá informar por escrito al tomador del seguro de las modificaciones de la información inicialmente suministrada, y especialmente en los casos de emisión de suplementos de la póliza o de modificaciones de la legislación aplicable. Tal información deberá comunicarse en un plazo máximo de tres meses. Con periodicidad al menos trimestral, el tomador del seguro deberá recibir la información relativa al importe de la provisión matemática de que es titular. En el caso de que el contrato cuente con inversiones afectas, se deberá advertir expresamente de la eventual diferencia que pudiera existir entre el valor de mercado de los activos correspondientes y el importe de la provisión matemática. Esta información trimestral deberá incluir, en su caso, la participación en beneficios que se haya asignado.

SOCIEDAD LIMITADA NUEVA EMPRESA Y MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS SOCIEDADES DE RESPONSABILIDAD LIMITADA.—Se publicó la *Ley 7/2003, de 1 de abril* (BOE 079/2003, de 2 de abril), de la sociedad limitada nueva empresa, y por la que se modifica la *Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada*. Esta nueva Ley estableció un marco normativo mercantil y administrativo capaz de estimular la actividad empresarial y mejorar la posición competitiva de las pequeñas y medianas empresas en el mercado, dando así cumplimiento a los compromisos de la Carta Europea respecto de la pequeña empresa.

Por un lado, desarrolló el denominado «Proyecto Nueva Empresa», que tiene por objeto estimular la creación de nuevas empresas, especialmente las de pequeña y mediana dimensión. Su objetivo es agilizar al máximo los trámites administrativos necesarios para la constitución y puesta en marcha de las empresas, de modo que se abre la posibilidad de realizarlos por medios telemáticos. A tal efecto, se crea el Documento Único Electrónico, como el instrumento que permite la realización telemática de los trámites de constitución de la sociedad, así como aquellos otros que se exigen para el inicio de la actividad.

Por otro lado, se modificó la *Ley 2/1995, de 23 de marzo*, para permitir la emisión de participaciones sin voto, hacer posible la adquisición y tenencia temporal por la sociedad de sus propias participaciones sociales, así como introducir las transformaciones en la legislación civil vigente en aquellos preceptos en los que se ordenan las relaciones entre los miembros de una familia y la sucesión de la unidad productiva, para dotarla de instrumentos que permitan diseñar, en vida del emprendedor, la sucesión más adecuada de la empresa en todas sus posibles configuraciones: societarias, empresa individual, etc.

MODIFICACIÓN DEL FOLLETO INFORMATIVO PARA LA EMISIÓN DE WARRANTS.—La *CCNMV 2/2003, de 18 de marzo* (BOE de 16 de abril), por la que se modifica la *CCNMV 2/1999, de 22 de abril*, permitió la inclusión de folletos informativos cuando el activo subyacente sean las acciones propias de emisor. De este modo, se da respuesta a la evolución del mercado de *warrants*, que cada vez demanda más realizar emisiones sobre este tipo de subyacentes, todo ello con las cautelas oportunas, a fin de evitar movimientos anormales en el precio del subyacente.

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE TARGET: SISTEMA DE REEMBOLSO Y OTRAS MODIFICACIONES DE LA NORMATIVA DEL SERVICIO DE LIQUIDACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA. —La *Orientación BCE/2003/6, de 4 de abril de 2003* (DOCE de 7 de mayo), modificó el sistema de reembolso regulado en la *Orientación BCE/2001/3, de 26 de abril de 2001*, por un nuevo sistema de compensación, previsto para el caso de mal funcionamiento del sistema TARGET. A fin de trasponer dicha Orientación a la normativa española, se publicó la *CBE 2/2003, de 24 de junio* (BOE de 28 de junio), sobre sistema de compensación en caso de funcionamiento irregular del sistema TARGET, y otras modificaciones a la normativa del Servicio de Liquidación del Banco de España, que deroga y sustituye lo establecido en la *CBE 8/2000*.

Las principales novedades del nuevo sistema son las siguientes. En primer lugar, se ampliaron los supuestos en que se puede recurrir al sistema de compensación en todas aquellas situaciones de mal funcionamiento de TARGET, exceptuando causas de fuerza mayor fuera del control del SEBC y las atribuibles a un tercero distinto del operador del componente de TARGET en que se haya producido el mal funcionamiento. En segundo lugar, el importe recibido por la entidad afectada recoge, en determinados casos, además del pago en concepto de intereses, una compensación por gastos de administración. Por último, se cambia el método de cálculo de la compensación en concepto de intereses.

SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA: TRANSMISIÓN DE SOLICITUDES DE TRASPASOS ENTRE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. —Se publicó la *Orden Eco/1047/2003, de 23 de abril* (BOE de 1 de mayo), que autoriza al Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE) para la transmisión de solicitudes de traspasos, para la transferencia de efectivo y para la transmisión de información entre las entidades intervinientes en el procedimiento de traspaso entre instituciones de inversión colectiva (IIC), dado que se considera que el SNCE reúne todas las condiciones necesarias para garantizar la seguridad en la ejecución de dichas operaciones.

TRANSPARENCIA DE LOS PRECIOS DE LOS SERVICIOS BANCARIOS PRESTADOS MEDIANTE CAJEROS AUTOMÁTICOS. —Se aprobó la *Orden PRE/1019/2003, de 24 de abril* (BOE de 30 de abril), sobre transparencia de los precios de los servicios bancarios prestados mediante cajeros automáticos, que tiene por objeto la protección del derecho a la información de los usuarios de cajeros automáticos, mediante el establecimiento de una serie de obligaciones que deben cumplirse en materia de indicación de los precios de los servicios prestados a través de ellos.

Su ámbito de aplicación de la norma son los servicios bancarios, prestados a través de cajeros automáticos situados en España, de las entidades de crédito, españolas o extranjeras, y de las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras, así como de los servicios prestados por las entidades financieras emisoras de medios de pago comercializados en España.

Las obligaciones de información para las entidades de crédito que sean titulares de cajeros automáticos son, entre otras, las siguientes: *a)* se asegurarán que en los cajeros se indique claramente el valor exacto de la comisión y de los gastos adicionales a los que esté sujeta la operación solicitada por el usuario; *b)* antes de que la operación sea solicitada, el cajero automático deberá indicar al usuario, mediante un mensaje en su pantalla, la red de comercialización a la que pertenece, y proporcionar la información referente al coste de la operación. Una vez proporcionada dicha información, ofrecerá al usuario, de forma igualmente gratuita, la posibilidad de desistir de la operación solicitada; *c)* cuando se trate de operaciones realiza-

das con medios de pago cuya entidad emisora coincida con la titular del cajero automático, la obligación de indicar el valor exacto de la operación se entenderá cumplida siempre que en dicho cajero, en lugar visible, figure un distintivo en el que se indique claramente al usuario el valor exacto de las comisiones y demás gastos adicionales a que quedará sometida la operación solicitada.

MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES.—Se publicó el *Real Decreto 432/2003, de 11 de abril* (BOE de 12 de abril), por el que se modifica el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. A continuación, se destacan las novedades más relevantes.

Hasta ahora, si se pretendía alcanzar una participación igual o superior al 50% de la sociedad afectada, debía presentarse una OPA por el 75%, como mínimo, del capital. Ello creaba problemas para los accionistas minoritarios, porque, cuando el precio era atractivo y querían acudir a la oferta, en muchos casos era necesario un prorrateo. La reforma plantea que, si se pretende adquirir el 50% o más del capital de la sociedad afectada, deberá presentarse la OPA por el 100%. Esta misma regla se aplicará cuando se pretenda adquirir una participación menor del 50% con la intención de designar (o tal designación efectivamente se produzca en el plazo de dos años) a más de la mitad de los consejeros de la sociedad afectada, ya que esto supondría el control real de la sociedad.

Por otra parte, hasta ese momento solo era necesario lanzar una OPA cuando se pretendía adquirir un porcentaje igual o superior al 25% (o, en determinados supuestos, incrementar la participación en un 6%). En este caso, si el porcentaje a adquirir era inferior al 50%, la OPA debía lanzarse por el 10% de la sociedad afectada. La reforma añade otro supuesto, que obliga a la presentación de OPA por el 10% de la afectada, cuando se pretenda alcanzar un porcentaje inferior al 25% y se tenga intención de designar (o tal designación efectivamente se produzca en el plazo de dos años) a más de un tercio y menos de la mitad más uno de los consejeros de la afectada.

Por otro lado, el régimen anterior excluía de la obligación de lanzamiento de OPA las adquisiciones que se producían en el marco de un proceso de reestructuración de sectores económicos, mediando acuerdo de la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos. Con la nueva norma, esta excepción desaparece. En su lugar, se excluyen de la obligación de formular OPA parcial obligatoria las adquisiciones inferiores al 6% —siempre que los actuales socios de control ya posean más del 50% y no se incremente el número de consejeros designados por el adquirente— que se produzcan en el marco de una situación de control conjunto, cuando así haya sido calificada por el Servicio de Defensa de la Competencia.

También quedan excluidos los supuestos en los que un sujeto adquiera una participación significativa como consecuencia de la conversión de créditos en acciones, a raíz de un convenio alcanzado dentro de un procedimiento concursal.

MEDIDAS DE REFORMA ECONÓMICA.—El *Real Decreto-Ley 2/2003, de 25 de abril* (BOE de 26 de abril), de medidas de reforma económica, estableció una serie de medidas extraordinarias y urgentes de continuación con el proceso de reforma estructural. Seguidamente, se resumen algunas de las medidas más relevantes.

1. *Medidas para mejorar el funcionamiento del mercado hipotecario.*—Se adoptan una serie de medidas para promover la competencia y atemperar la exposición de los prestatarios a los riesgos de tipos de interés, propios del mercado financiero. En

primer lugar, se reducen los aranceles de notario y registrador tanto en las novaciones como en las subrogaciones, aplicándose las siguientes bonificaciones: 90% en aquellos casos en que se pase de un sistema de tipo de interés variable a uno de tipo fijo, y 75% en cualquier otra operación. En las subrogaciones, por su parte, se permite modificar también el plazo del préstamo (y no solo el tipo de interés). Además, se reduce a la mitad la comisión máxima por amortización anticipada en los préstamos a tipo variable.

En las novaciones, se permite la alteración exclusiva del plazo del préstamo (anteriormente, la modificación de plazo solo se podía hacer si se mejoraba al mismo tiempo el tipo de interés), limitándose la comisión máxima por ampliación del mismo, y se establece la base para el cálculo de los aranceles cuando tal ampliación se produce.

Asimismo, se obliga a las entidades de crédito a informar a sus deudores hipotecarios con los que hayan suscrito préstamos hipotecarios a tipo de interés variable sobre los instrumentos de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés que tengan disponibles o, en el caso de los nuevos clientes que soliciten préstamos hipotecarios a tipo de interés variable, ofrecer, al menos, un instrumento de cobertura de riesgo de incremento del tipo de interés.

2. *Medidas dirigidas a impulsar la actividad y creación de pequeñas y medianas empresas.*—Se crea la figura de la *cuenta ahorro-empresa* en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), que se configura como una cuenta de ahorro de características muy similares a la actual cuenta ahorro-vivienda. Asimismo, se aumenta el número de empresas que podrá acceder a las ventajas fiscales de las entidades de reducida dimensión, al fijar el límite de entrada en una cifra neta de negocios inferior a los 6 millones de euros, cuando hasta la fecha el umbral se establecía en 5 millones de euros.

3. *Impulso del mercado de arrendamiento de viviendas.*—Se articula en el impuesto sobre sociedades un régimen especial para las entidades cuyo objeto social exclusivo sea el alquiler de viviendas, con el fin de estimular el mercado inmobiliario de viviendas en alquiler y dar respuesta a la necesidad social de contar con un parque de viviendas en alquiler.

4. *Medidas fiscales de fomento a la inversión.*—Se ofrece la posibilidad de aumentar el ritmo de amortización, elevando en un 10% los coeficientes máximos de amortización fijados en las tablas autorizadas para los contribuyentes del IRPF y del impuesto sobre sociedades. En segundo lugar, se avanza en la línea ya emprendida de estimular fiscalmente a quienes participan de manera activa en la mejora del medio ambiente. En tercer lugar, se extiende el ámbito objetivo de la deducción por actividades de investigación, desarrollo e innovación tecnológica, a las actividades de generación de *software* avanzado que faciliten el acceso de personas discapacitadas a los servicios de la sociedad de la información, lo que mejorará la integración social y laboral de estas personas y contribuirá a reactivar la demanda de este tipo de productos.

MAYO 2003

FICHEROS CON DATOS DE CARÁCTER PERSONAL GESTIONADOS POR EL BANCO DE ESPAÑA.—Se aprobó la *CBE 1/2003, de 28 de mayo* (BOE de 10 de junio), por la que se modifica la Circular 4/1994, de 22 de julio, sobre ficheros con datos de carácter personal

gestionados por el Banco de España, con el fin de incorporar dos nuevos ficheros de estas características. En primer lugar, se crea el fichero «Expedientes sancionadores», que recoge datos de carácter personal, no incluidos en otros ficheros de los que también gestiona el Banco de España, que afectan a las personas físicas expedientadas como consecuencia de la tramitación de expedientes sancionadores dentro del ejercicio de las competencias atribuidas a esta institución. En segundo lugar, se crea el fichero «Declaraciones del Código de Conducta del Banco de España», que recoge las declaraciones de los empleados que puedan tener acceso a información privilegiada. Estas hacen referencia a la tenencia de determinados valores o instrumentos financieros, a la realización de operaciones de compra, venta o reembolso de los mismos, y a las transacciones con los activos o derechos que pudieran estar relacionados con las operaciones de política monetaria.

MODIFICACIÓN DE LAS EXIGENCIAS DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO EN MATERIA DE ESTADÍSTICAS DE BALANZA DE PAGOS, POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL Y RESERVAS INTERNACIONALES. —La Orientación del BCE/2000/4, de 11 de mayo de 2000, sobre las exigencias de información del BCE en materia de estadísticas de balanza de pagos, planilla de reservas internacionales y estadísticas de posición de inversión internacional, fue sustituida por la *Orientación del BCE (BCE/2003/7)*, de 2 de mayo de 2003 (DOCE de 28 de mayo). Las novedades se centran en las exigencias de información estadística relativas a los flujos y saldos de inversiones de cartera y los flujos de renta conexos, ya que se establecen criterios comunes que deberán aplicarse antes del 1 de julio de 2005. Asimismo, se prevé la puesta a disposición de los BCN en el futuro, aunque no se especifica una fecha concreta, y de las autoridades competentes distintas de los BCN, dentro de los límites legales aplicables, de la base de datos centralizada de valores. Esta base de datos contribuirá especialmente a que se produzcan los datos de los nuevos desgloses sectoriales de la inversión de cartera. Estos desgloses deberán facilitarse a partir del 1 de julio de 2005. No obstante, si el sistema de la base centralizada de valores aún no fuera operativo el 31 de marzo de 2004, el plazo será de 15 meses contados desde que el Comité de Estadísticas informe al Consejo de Gobierno de que dicho sistema es operativo.

Otra novedad de la norma es la referente a la cooperación con las autoridades competentes distintas de los BCN. En este sentido, cuando las fuentes de todos o parte de los datos sean autoridades competentes distintas de los BCN, estos establecerán las formas de cooperación apropiadas con esas autoridades para velar por que haya un mecanismo permanente de transmisión de datos que se ajuste a las normas del BCE, en particular en cuanto a la calidad de los datos, y a sus demás exigencias establecidas en la presente Orientación, salvo que la legislación nacional garantice ya el mismo resultado.

Cuando las fuentes de información estadística calificadas de confidenciales sean autoridades competentes distintas de los BCN, el BCE solo utilizará esa información para el desempeño de las funciones estadísticas relacionadas con el SEBC, salvo que el agente informador o la persona física o jurídica, entidad o sucursal que la haya facilitado, si es que puede determinarse, consienta expresamente en su uso para otros fines.

JUNIO 2003

ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE LOS RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS. —El Banco de España publicó la *CBE 3/2003*, de 24 de junio (BOE del 7 de julio), por la que se modifica la *CBE 5/1993*, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, con el fin de trasponer determinadas disposiciones comunitarias, desarrollar normas de rango superior, así como introducir modificaciones puntuales aconsejadas por la experiencia en la aplicación de la *CBE 5/1993*. A continuación se comentan las principales novedades.

1. *Cobertura del riesgo de posiciones en mercaderías.*—La Circular establece los requerimientos de recursos propios para las posiciones en mercaderías y determina las condiciones mínimas que deben reunir los modelos internos de gestión de riesgos, la organización de la entidad y sus controles internos para que, tras una evaluación individualizada de los mismos para verificar la medición de los riesgos, puedan ser utilizados para el cálculo de los requerimientos de recursos propios a efectos de la cobertura de los riesgos antes mencionados.

2. *Cobertura del riesgo de posiciones en oro.*—Asimismo, establece el método de cálculo de las posiciones en oro, que es muy similar al ya establecido para las posiciones en divisas. A estos efectos, se denomina posición neta en oro a la diferencia, en un momento determinado, entre la suma de sus activos patrimoniales, incluidos sus productos ciertos, y de sus compromisos de compra, y la suma de sus pasivos patrimoniales, incluidos sus costes ciertos, y de sus compromisos de venta, denominados todos ellos sobre oro. La posición neta en oro se denomina «larga» cuando la diferencia antes citada tiene signo positivo, y «corta» cuando tiene signo negativo.

3. *Requerimiento de recursos propios para instrumentos derivados sobre subyacentes distintos de tipos de interés y de cambio.*—La Circular transpone la Directiva 98/33/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de junio, que, además de precisar la ponderación aplicable a algunos riesgos, modificó la definición de mercados organizados, estableció los requerimientos de recursos propios para los instrumentos derivados negociados en mercados no organizados sobre subyacentes distintos de tipos de interés y de cambio (mercaderías y metales preciosos, excepto oro), e introdujo un mayor refinamiento para el cálculo de los efectos de reducción del riesgo potencial de crédito de los instrumentos incluidos en acuerdos de compensación contractual.

4. *Eliminación de los límites individuales para las posiciones en divisas.*—Se eliminan los límites individuales establecidos para las posiciones en divisas, ya que la puesta en circulación del euro y la experiencia acumulada por las entidades de crédito españolas en la gestión de sus operaciones en moneda extranjera y la suficiencia de sus sistemas de control interno y de valoración del riesgo de cambio los hacen innecesarios.

SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA: IMPLANTACIÓN DEL NUEVO PROCEDIMIENTO DE TRANSMISIÓN DE IMÁGENES EN SUSTITUCIÓN DE LA ENTREGA DE FACSIMILES, E INCORPORACIÓN DE NUEVOS DOCUMENTOS.—Dado el avance experimentado en los procedimientos de captura y transmisión de imágenes, la *CBE 4/2003, de 24 de junio* (BOE del 7 de julio), ha dado un nuevo paso en la mejora de dichos procedimientos de intercambio, consistente en la implantación de una aplicación informática que permitirá sustituir la entrega de documentos por la transmisión electrónica de la imagen de los mismos.

En un primer momento, el nuevo sistema se aplicará a los intercambios de documentos que se llevan a cabo a través del Subsistema general de cheques y de pagarés de cuenta corriente, en los que ahora se intercambia el documento original o una imagen física del mismo (facsímil). Posteriormente, se aplicará en el Subsistema general de efectos de comercio y en el Subsistema general de operaciones diversas, subsistemas en los que también está previsto el intercambio de documentos. Por último, la Circular procede a incluir los *pagos domiciliados* entre los documentos susceptibles de tramitación tanto por el Subsistema general de

cheques y de pagarés de cuenta corriente como por el Subsistema general de efectos de comercio, cuando estos han sido negociados por las entidades de crédito. A los efectos de su tramitación en el Subsistema, los *pagos domiciliados* son documentos emitidos por las entidades de crédito a solicitud de sus clientes, por los cuales aquellas se obligan a efectuar el pago (siempre y cuando no hayan recibido orden expresa de no pagar y haya disponibilidad suficiente en la cuenta del cliente pagador).

JULIO 2003

ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES.—Con la publicación de la *Ley 19/2003, de 4 de julio* (BOE del 5 de julio), sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, se ha aprovechado para regular las características de las participaciones preferentes de las entidades de crédito, así como su régimen fiscal.

Las participaciones preferentes tendrán que cumplir, entre otros, los siguientes requisitos:

- a) Ser emitidas por una entidad de crédito o por una entidad residente en España o en un territorio de la Unión Europea, que no tenga la condición de paraíso fiscal, cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad directa o indirectamente a una entidad de crédito dominante de un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito, y cuya actividad u objeto exclusivos sea la emisión de participaciones preferentes.
- b) Tener derecho a percibir una remuneración predeterminada de carácter no acumulativo. El devengo de esta remuneración estará condicionado a la existencia de beneficios distribuibles en la entidad de crédito dominante o en el grupo o subgrupo consolidable.
- c) No otorgar a sus titulares derechos políticos, salvo en los supuestos excepcionales que se establezcan en las respectivas condiciones de emisión, ni derechos de suscripción preferente respecto de futuras nuevas emisiones.
- d) Tener carácter perpetuo, aunque se pueda acordar la amortización anticipada a partir del quinto año desde su fecha de desembolso, previa autorización del Banco de España.
- e) Cotizar en alguno de los mercados secundarios organizados.
- f) En el momento de realizar una emisión, el importe nominal en circulación no podrá ser superior al 30% de los recursos propios básicos del grupo o subgrupo consolidable, incluido el importe de la propia emisión, sin perjuicio de las limitaciones adicionales que puedan establecerse a efectos de solvencia.

Su régimen fiscal será el siguiente:

- a) Las rentas derivadas de las participaciones preferentes tendrán la consideración de gasto deducible para la entidad emisora.
- b) Dichas rentas serán calificadas como rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios de acuerdo con lo establecido en la Ley 40/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y otras Normas

Tributarias. Asimismo, no estarán sometidas a retención alguna, siendo de aplicación, en su caso, la exención establecida en la Ley 41/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de no Residentes y Normas Tributarias.

c) En el caso de que las rentas fueran obtenidas por sujetos pasivos del impuesto sobre la renta de no residentes sin establecimiento permanente, dichas rentas estarán exentas de este impuesto en los mismos términos establecidos para los rendimientos derivados de la deuda pública en la Ley 41/1998, de 9 de diciembre, del Impuesto sobre la Renta de no Residentes y Normas Tributarias.

d) Finalmente, las operaciones derivadas de la emisión de participaciones preferentes estarán exentas de la modalidad de operaciones societarias del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

TRANSPARENCIA DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS.—Se aprobó la Ley 26/2003, de 17 de julio (BOE del 18 de julio), por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas. A continuación se reseñan las novedades más significativas.

1. *Modificación de la Ley del Mercado de Valores.*—La norma añade un nuevo título bajo la rúbrica «De las sociedades cotizadas» a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, siendo su ámbito de aplicación las sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado oficial de valores. Dentro de esta rúbrica, en primer lugar, cabe reseñar los *pactos parasociales*, que la norma define como aquellos acuerdos que regulan el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que condicionan la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas cotizadas.

En lo referente a los *órganos sociales*, la junta general de la sociedad cotizada aprobará un *reglamento* específico que contemplará todas aquellas materias que atañen a la junta general. Por su parte, el consejo de administración dictará un *reglamento de normas de régimen interno* y funcionamiento del propio consejo, de acuerdo con la ley y los estatutos, que contendrá las medidas concretas tendentes a garantizar la mejor administración de la sociedad.

En cuanto a las obligaciones de los administradores de una sociedad cotizada, se establece que, si estos hubieran formulado solicitud pública de representación, no podrán ejercitar el derecho de voto correspondiente a las acciones representadas en aquellos puntos del orden del día en los que se encuentren en conflicto de intereses. Asimismo, deberán abstenerse de realizar, o de sugerir su realización a cualquier persona, una operación sobre valores de la propia sociedad o de las sociedades filiales, asociadas o vinculadas sobre las que disponga, por razón de su cargo, de información privilegiada o reservada, en tanto esa información no se dé a conocer públicamente.

Finalmente, las sociedades anónimas cotizadas deberán hacer público con carácter anual un informe de gobierno corporativo, que será objeto de comunicación a la CNMV, que remitirá copia del informe a las autoridades supervisoras que corresponda.

2. *Modificación del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.*—En primer lugar, el voto de las propuestas sobre puntos comprendidos en el orden del día de cualquier clase de junta general podrá delegarse o ejercitarse por el accionista mediante correspondencia postal, electrónica o cualquier otro medio de comunicación a distancia, siempre que se garantice debidamente la identidad del sujeto que ejerce su derecho de voto. En cuanto al derecho de información, hasta el séptimo día anterior al previsto para la celebración de la junta, los accionistas podrán solicitar de los administradores las informaciones o aclaraciones que estimen precisas, o formular por escrito las preguntas que estimen pertinentes acerca de los asuntos comprendidos en el orden del día. En cuanto al ejercicio del cargo de administrador, este deberá desempeñarse con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal, y cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con fidelidad al interés general de la sociedad. En lo que se refiere a la responsabilidad de los administradores, estos responderán (personalmente el administrador de hecho y solidariamente los miembros del órgano de administración) frente a la sociedad, los accionistas y los acreedores sociales del daño que causen por actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo.

Finalmente, la Ley hace extensivo a las cajas de ahorros emisoras de valores la necesidad de elaborar y hacer público el informe de gobierno corporativo mencionado más atrás. Adicionalmente, establece la obligación para las cajas de ahorros de constituir, en el seno del consejo de administración, una comisión de retribuciones y una comisión de inversiones.

RÉGIMEN JURÍDICO DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL Y DE LAS TRANSACCIONES ECONÓMICAS CON EL EXTERIOR, Y SOBRE DETERMINADAS MEDIDAS DE PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITAL Y DE LAS TRANSACCIONES ECONÓMICAS CON EL EXTERIOR.—Con el fin de garantizar la completa adecuación de nuestro ordenamiento jurídico al derecho comunitario, se procedió a una importante actualización de la Ley 40/1979, de 10 de diciembre, sobre Régimen Jurídico de Control de Cambios, que la deroga prácticamente en su totalidad, mediante la Ley 19/2003, de 4 de julio (BOE del 5 de julio), sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales. Asimismo, se establece un nuevo cuadro sancionador en el que se incluye una tipificación expresa de las distintas acciones y omisiones infractoras y una mayor concreción de las sanciones aplicables en cada caso.

La Ley se estructura en dos capítulos: el primero contiene el régimen general de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior, y el segundo establece el régimen sancionador en materia de movimientos de capitales, de acuerdo con los principios de legalidad, tipicidad y proporcionalidad y respetando la garantía de procedimiento. En las disposiciones adicionales se modifica la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, en el sentido de mejorar los instrumentos de control sobre el efectivo y otros medios de pago, por el riesgo que suponen desde el punto de vista de la prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo. Finalmente, se modifica la Ley 230/1963, de 28 de diciembre, General Tributaria, de cara a incrementar la efectividad en el desarrollo de investigaciones sobre blanqueo de capitales.

COORDINACIÓN DE ACTUACIONES ENTRE LAS FUERZAS Y CUERPOS DE SEGURIDAD Y LA BRIGADA DE INVESTIGACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA EN LA LUCHA CONTRA LA FALSIFICACIÓN DE BILLETES Y MONEDAS.—Se desarrolló el RD 857/2003, de 4 de julio

(BOE de 15 de julio), sobre coordinación de actuaciones entre las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad y la Brigada de Investigación del Banco de España en la lucha contra la falsificación de billetes y monedas, con el objetivo de garantizar la necesaria coordinación de actuaciones de las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad en la lucha contra la falsificación de todo tipo de monedas y billetes de banco, y cumplir adecuadamente las obligaciones impuestas por la normativa nacional e internacional.

Cualquier unidad de las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad que detecte billetes o monedas falsos o a la que se le presente la posibilidad de su intervención comunicará la información disponible, desde la primera constatación, a la Brigada de Investigación del Banco de España (BIBE), a los efectos de la colaboración y coordinación previstas en la norma, sin perjuicio de que prosiga con las actuaciones pertinentes de acuerdo con las competencias que en materia de policía judicial tenga atribuidas.

Asimismo, las unidades de las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad también deberán remitir a la BIBE determinados datos y documentos detallados en la norma a efectos de cumplir con las obligaciones que impone el Reglamento 1338/2001 y demás normativa de aplicación en materia de lucha contra la falsificación de billetes y monedas falsos.

LEY CONCURSAL.—Se ha abordado la reforma global del derecho concursal español mediante la publicación de la *Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal* (BOE de 10 de julio). A continuación se detallan de modo sucinto las novedades más relevantes.

1. *Modificaciones a normas específicas del ámbito financiero.*—La Ley respeta la legislación específica aplicable a las entidades de crédito, a las aseguradoras y a las operaciones relativas a los sistemas de pagos y de compensación de valores o instrumentos financieros derivados, en gran parte impuesta por el derecho de la Unión Europea, y que afecta a determinados aspectos del concurso. Solo en defecto de normas especiales y en la medida en que sean compatibles con la naturaleza de aquellos sistemas, se aplicarán en esta materia las de esta Ley.

Así, se aprovecha para modificar, entre otras, determinadas leyes de carácter financiero para adaptar su contenido a las disposiciones de la Ley Concursal. Cabe reseñar, entre otras, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

En la primera, cabe destacar la adaptación a esta Ley del procedimiento para la declaración judicial de quiebra o admisión a trámite de la solicitud de suspensión de pagos de una entidad participante en los sistemas gestionados por la Sociedad de Sistemas, así como la declaración del concurso de una entidad gestora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. En la segunda, recoge el régimen aplicable a las cédulas territoriales en caso de concurso de una entidad de crédito, que serán consideradas con el mismo rango que los créditos con privilegio especial y, en concreto, dentro del grupo de «*créditos garantizados con hipoteca voluntaria o legal, inmobiliaria o mobiliaria, o con prenda sin desplazamiento, sobre los bienes hipotecados o pignorados*».

Finalmente, se adaptan a esta Ley otras normas de carácter financiero, como la Ley 19/1985, de 16 de julio, Cambiaria y del Cheque, la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario, la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras, la Ley 30/1995, de 8 de

noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, y la Ley 1/1994, de 11 de marzo, de Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca.

2. *Principios de la reforma concursal.*—La Ley opta por los principios de unidad legal, de disciplina y de sistema. La unidad del procedimiento de concurso se consigue en virtud de la flexibilidad de la Ley, que permite su adecuación a diversas situaciones y soluciones, a través de las cuales puede alcanzarse la satisfacción de los acreedores, finalidad esencial del concurso. Una de las novedades más importantes de la Ley es el especial tratamiento que dedica a las acciones de ejecución de garantías reales sobre bienes del concursado. También ha sido objeto de especial atención la regulación de los efectos de la declaración de concurso sobre los *contratos*, una de las materias más deficientemente tratadas en el anterior derecho y, por tanto, de mayor originalidad en la nueva Ley. Asimismo, la Ley considera el *principio de igualdad de tratamiento de los acreedores*, que ha de constituir la regla general del concurso, y sus excepciones han de ser muy contadas y siempre justificadas.

Por último, cabe resaltar que la Ley detalla la declaración y el procedimiento del concurso y los órganos concursales. Respecto a estos últimos, la Ley simplifica la estructura orgánica del concurso, ya que solo el juez y la administración concursal constituyen órganos necesarios en el procedimiento. La junta de acreedores únicamente habrá de constituirse en la fase de convenio cuando no se haya aprobado por el sistema de adhesiones escritas una propuesta anticipada. La competencia para conocer del concurso se atribuye a los nuevos Juzgados de lo Mercantil, que se crean, al hilo de esta Ley, en la Ley Orgánica para la Reforma Concursal, mediante la pertinente modificación de la Ley Orgánica del Poder Judicial. En cuanto a la administración concursal, se opta por un órgano colegiado, aunque el juez podrá nombrar un solo administrador, de carácter profesional.

AGOSTO Y SEPTIEMBRE 2003

No hubo regulación financiera relevante.

OCTUBRE 2003

FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS: REDUCCIÓN PARA COOPERATIVAS DE CRÉDITO.—Dada la situación patrimonial alcanzada por el Fondo de Garantía de Depósitos en Cooperativas de Crédito (en adelante, el Fondo), y las perspectivas del sector, se aprobó la *Orden ECO/2801/2003, de 3 de octubre*, por la que se establece la reducción de las aportaciones a dicho Fondo (BOE del 14 de octubre).

En particular, esta Orden fija el importe de las aportaciones de las cooperativas de crédito al Fondo en el 0,8‰ de una base integrada por los depósitos a los que se extiende la garantía. Dicha base se calculará conforme a lo previsto en el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre Fondos de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito. Finalmente, esta Orden entró en vigor el día de su publicación en el BOE, siendo de aplicación a las aportaciones que se desembolsen a partir del 1 de enero de 2004.

NOVIEMBRE 2003

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: NUEVA LEY.—Se aprobó la *Ley 35/2003, de 4 de noviembre*, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE del 5 de noviembre), que, a la vez que deroga la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, persigue la adaptación a esta nueva realidad. A continuación se resumen las novedades y los aspectos más relevantes de la nueva Ley.

En primer lugar, por lo que se refiere a la definición y tipología de las IIC, la Ley define las IIC de forma amplia y flexible y establece su ámbito de aplicación, que comprende las IIC domiciliadas en España, las IIC autorizadas en otros Estados y comercializadas en España, las socie-

dades gestoras de IIC y los depositarios. Asimismo, regula los principios generales de las dos formas jurídicas que pueden adoptar las IIC: fondo y sociedad. Hay que destacar como novedad la posibilidad de que se creen IIC por compartimientos, de que existan, dentro de una misma IIC, diferentes clases de participaciones o de series de acciones, y de que, dentro de los límites reglamentariamente fijados, puedan establecerse comisiones distintas para las diferentes clases de participaciones de un mismo fondo o compartimiento. Igualmente, se incluye una lista de derechos mínimos de los partícipes, que en la Ley derogada se encontraban dispersos o no se reconocían de forma explícita, entre los que destaca el de acudir al departamento de atención al cliente o al defensor del cliente, así como, en su caso, al comisionado para la defensa del inversor. Con carácter general, el número mínimo de partícipes o de accionistas no podrá ser inferior a 100.

Por otro lado, se definen dos clases de IIC: las financieras y las no financieras. Las IIC financieras son aquellas que invierten en activos e instrumentos financieros, y solo pueden adoptar la forma de fondo de inversión (FI), o de sociedad de inversión de capital variable (en adelante, SICAV). De este modo, la Ley suprime la figura de las sociedades de capital fijo (de hecho, las SIMCF deberán transformarse en SICAV en el plazo de 2 años o les será revocada la autorización) que estableció la Ley anterior y, por consiguiente, elimina la distinción entre SIMCAV y SIMCF.

Por lo que se refiere al *régimen de inversiones*, la Ley fija los tres principios rectores de la política de inversión: la liquidez, la diversificación del riesgo y la transparencia. Estos principios generales se completan con otras disposiciones aplicables a cada clase de las IIC.

En cuanto a los requisitos administrativos y financieros, esta Ley establece que las sociedades de inversión deberán contar con una buena organización administrativa y contable, unos administradores o directivos con una reconocida honorabilidad empresarial o profesional, así como un reglamento interno de conducta. Asimismo, deberán designar una sociedad gestora si su capital no supera los 300.000 euros. Como novedad, se incorpora en la Ley la regulación de la comercialización transfronteriza de las acciones y participaciones de IIC, que contempla un régimen especial para la comercialización en España de las acciones y participaciones de IIC extranjeras (distinguiendo según sean armonizadas o no armonizadas y de Estados no miembros de la Unión Europea) y, por otro lado, el procedimiento aplicable para la comercialización de las IIC españolas armonizadas en el resto de países de la Unión Europea.

El régimen común se completa con la regulación de la disolución, liquidación, transformación, fusión y escisión de las IIC. Finalmente, la Ley fija el régimen de actuación de las sociedades gestoras de IIC y el régimen de actuación de los depositarios, y regula las normas de conducta, la supervisión, la intervención y la sustitución, así como el régimen sancionador, aplicables a las distintas instituciones.

SEGUROS PRIVADOS: ADAPTACIÓN A LA NORMATIVA COMUNITARIA.— Con el fin de continuar el proceso de cambio legislativo y adaptar a la legislación española la normativa comunitaria, se publicó la *Ley 34/2003, de 4 de noviembre*, de Modificación y Adaptación a la Normativa Comunitaria de la Legislación de Seguros Privados (BOE del 5). El contenido y las novedades que introduce esta Ley se pueden resumir en los siguientes puntos. En primer lugar, se recogen las modificaciones en materia de medidas de saneamiento y liquidación de entidades aseguradoras, solvencia, deber de información al tomador y requisitos para el establecimiento de sucursales de terceros países no miembros del Espacio Económico Europeo.

En segundo lugar, se establecen las modificaciones necesarias para introducir requisitos y las obligaciones de información para la contratación a distancia de seguros. En tercer lugar, se recogen varias modificaciones en el texto refundido de la Ley sobre responsabilidad civil y seguro en la circulación de vehículos a motor, entre las que cabe destacar una nueva tabla para la valoración de daños y perjuicios causados a las personas en accidentes de circulación. En cuarto lugar, se modifican algunos aspectos del Estatuto Legal del Consorcio de Compensación de Seguros, al objeto de permitir la indemnización de los daños personales como consecuencia de acontecimientos extraordinarios en el extranjero.

Finalmente, se establece la regulación de la tasa por expedición del diploma de mediador de seguros titulado y los tipos de fraccionamiento que hay que aplicar en el caso de que la entidad aseguradora opte por fraccionar el recargo destinado a financiar las funciones de liquidación de entidades aseguradoras juntamente con las primas.

LEY GENERAL PRESUPUESTARIA. — Se publicó la *Ley 47/2003, de 26 de noviembre*, General Presupuestaria. Dada la naturaleza de este artículo, se van a comentar a continuación exclusivamente los aspectos relacionados con la definición y el desarrollo de las operaciones financieras del Tesoro Público.

En primer lugar, esta Ley comienza definiendo el Tesoro Público, en los mismos términos en que lo definía el texto refundido, como los recursos financieros de la Hacienda Pública Estatal, atribuyéndole como funciones principales, entre otras, la de la recaudación de los derechos y el pago de las obligaciones del Estado y la de servir al principio de unidad de caja. La deuda del Estado, constituida por el conjunto de capitales tomados a préstamo por el Estado, podrá realizarse por diferentes medios: emisión pública, concertación de préstamos, etc., no estableciéndose de forma exhaustiva los medios a través de los cuales puede realizarse.

En segundo lugar, desarrolla la normativa relativa a la deuda del Estado, estableciendo la habilitación legal para la creación de deuda, determinando la forma en que habrán de computarse los límites autorizados de variación de su saldo vivo. Por otra parte, establece en qué sección del presupuesto se habilitarán los créditos destinados a dar cobertura presupuestaria a los gastos derivados de la misma, así como la forma en que tanto los ingresos como los gastos provenientes de estas operaciones se imputarán a los citados créditos.

En tercer lugar, establece las competencias de los diferentes órganos de la Administración del Estado implicados en la formalización de estas operaciones y desarrolla la normativa relativa a las emisiones de valores, operaciones de crédito, operaciones financieras de cobertura de riesgos y otras operaciones relativas a la deuda, con una visión más acorde con la actualidad financiera.

En cuarto lugar, se establece el régimen jurídico de la deuda del Estado en lo referente a los valores representativos de la deuda. Se regula la transmisión de la misma y la prescripción de las obligaciones de la Administración.

Por último, sobre gestión de la Tesorería del Estado, la Ley introduce la aprobación anual de un presupuesto monetario. Este instrumento está destinado a conseguir una adecuada distribución temporal de los pagos y evitar ineficiencias en la distribución y gestión de las disponibilidades líquidas. Finalmente, en lo que respecta a las relaciones con el Banco de España y otras entidades de crédito, la presente norma no altera sustancialmente lo establecido en el texto refundido.

PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2004.—Se aprobaron los Presupuestos Generales del Estado (PGE) para el año 2004, mediante la *Ley 61/2003, de 30 de diciembre* (BOE 313/2003, de 31).

El ejercicio 2004 es el segundo en que tiene aplicación la Ley 18/2001, de 12 de diciembre, General de Estabilidad Presupuestaria. Esta Ley va orientada a la consecución de un objetivo de déficit y afecta a los Presupuestos Generales del Estado en tres momentos distintos.

Desde el punto de vista de la regulación financiera, cabe resaltar, por su importancia o novedad, los siguientes aspectos:

En el ámbito del sistema financiero, se han reducido el tipo de interés legal del dinero y el de demora de las deudas tributarias vigentes al 3,75% (antes el 4,25%) y el 4,75% (antes el 5,5%), respectivamente. En materia de la deuda del Estado, se autoriza al Gobierno para que incremente la misma, con la limitación de que su saldo vivo a 31 de diciembre del año 2004 no supere el correspondiente a 1 de enero de 2003 en más de 12.838 millones de euros, permitiéndose que dicho límite sea sobrepasado en el curso del ejercicio previa autorización del Ministerio de Economía, y estableciendo los supuestos en que quedará automáticamente revisado. Asimismo, se determinan los límites totales para los avales públicos y otras garantías que debe prestar el Estado y los organismos públicos. Como novedad, hay que destacar la autorización de avales por valor de 1.803 millones de euros para garantizar valores de renta fija emitidos por fondos de titulización de activos, no como el año pasado, que solo se concedió para FTPymes, orientados a mejorar la financiación de la actividad productiva empresarial.

En el ámbito fiscal, y concretamente en el del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), y a efectos del cálculo de las ganancias patrimoniales, derivadas de bienes inmuebles, se incluye la actualización de los coeficientes correctores del valor de adquisición al 2%, que es el porcentaje de inflación previsto para el próximo ejercicio. También se establecen las disposiciones que permiten compensar la pérdida de beneficios fiscales que afecta a determinados contribuyentes con la vigente Ley del impuesto sobre la renta de las personas físicas, como son los arrendatarios y adquirentes de vivienda habitual, respecto a los establecidos en la Ley anterior.

Por lo que se refiere al impuesto sobre sociedades, las medidas incluidas son, al igual que en el IRPF, aquellas de vigencia anual a las que se refiere la propia Ley del Impuesto sobre Sociedades. Se incorpora, por tanto, la actualización de los coeficientes aplicables a los activos inmobiliarios, que permiten corregir la depreciación monetaria en los supuestos de transmisión. También se incluye la forma de determinar los pagos fraccionados de este impuesto durante el ejercicio 2003.

MEDIDAS FISCALES, ADMINISTRATIVAS Y DE ORDEN SOCIAL.—Como ha ocurrido en los últimos años, para facilitar el cumplimiento de los objetivos de política económica plasmados en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2004, se han adoptado una serie de medidas fiscales, administrativas y de orden social, recogidas en la *Ley 62/2003, de 30 de diciembre* (BOE del 31).

Esta Ley recoge distintas medidas referentes a la fiscalidad directa e indirecta, a la Seguridad Social y el orden social, al personal al servicio de las Administraciones Públicas, a la gestión y organización administrativa y a las operaciones o instituciones financieras. Dada la naturaleza de este artículo, a continuación se resaltan las novedades más relevantes que atañen al sistema monetario y financiero, las de carácter fiscal y, finalmente, otras novedades de interés.

Respecto al sistema financiero

En cuanto a las nuevas operaciones financieras, se ha regulado por primera vez la *titulización sintética de préstamos y otros derechos de crédito*, que son operaciones que permiten transmitir el riesgo de crédito de una cartera de activos al mercado de capitales a través de un fondo de titulización, sin que se produzca la venta de los activos al fondo como en una titulización tradicional. En particular, se ha establecido, por un lado, que los fondos de titulización de activos podrán titular de forma sintética préstamos y otros derechos de crédito, asumiendo total o parcialmente el riesgo de crédito de los mismos mediante la contratación con uno o más derivados crediticios. Por otro lado, se ha definido que la contraparte del contrato de derivado crediticio deberá ser una entidad de crédito, una empresa de servicios de inversión o una entidad no residente autorizada para llevar a cabo las actividades reservadas en la legislación española a las referidas entidades.

Respecto a las cajas de ahorros se han introducido cinco modificaciones: tres relacionadas con los órganos de gobierno y dos que atañen al mercado de valores. En primer lugar, se ha establecido que cuando las cajas de ahorros tengan abiertas oficinas en más de una Comunidad Autónoma, la representación en la asamblea general de los grupos correspondientes a corporaciones municipales e impositores deberá ser, en observancia del principio de igualdad, proporcional a la cifra de depósitos entre las diferentes CCAA en que tengan abiertas oficinas, dentro del porcentaje atribuido a cada uno de ellos.

En segundo lugar, se ha modificado la regulación aplicable a las *comisiones de retribuciones e inversiones* que fueron establecidas mediante la Ley 26/2003, de 17 de julio. Así, el consejo de administración (en adelante, el Consejo) de las cajas de ahorros constituirá en su seno una comisión de retribuciones (en adelante, la Comisión), que tendrá la función de informar sobre la política general de retribuciones e incentivos para los miembros del Consejo y personal directivo. Esta Comisión estará formada por «un máximo» de tres personas, que serán escogidas por el Consejo de entre sus miembros. El régimen de funcionamiento de la Comisión será establecido por «los estatutos de la caja y su propio reglamento interno».

Por otro lado, se ha clarificado que el Consejo de las cajas de ahorros constituirá en su seno una comisión de inversiones (en adelante CI), formada por «un máximo» de tres miembros, que tendrá la función de informar al Consejo sobre las inversiones y desinversiones de carácter estratégico y estable que efectúe la caja, ya sea directamente o a través de entidades de su mismo grupo, así como la viabilidad financiera de las citadas inversiones y «su adecuación a los presupuestos y planes estratégicos de la entidad». Los miembros de la CI serán escogidos «atendiendo a su capacidad técnica y experiencia profesional» por el Consejo de entre sus miembros. Asimismo, el informe anual que elabora la CI se incorporará «al informe de gobierno corporativo de la entidad». Por último, el régimen de funcionamiento de la CI será establecido por los «estatutos de la caja y su propio reglamento interno».

En cuarto lugar, se han establecido explícitamente en esta Ley las funciones del comité de auditoría que ahora podrán ser asumidas por la comisión de control de aquellas cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores. En quinto lugar, respecto al informe anual de gobierno corporativo, se ha dispuesto que las cajas de ahorros detallarán las operaciones de crédito, aval o garantía (antes solo fijaban las operaciones que se podían entender como ordinarias) efectuadas por los miembros del Consejo, de la comisión de control y familiares de primer grado con empresas o entidades del grupo financiero; además, respecto a las operaciones con instituciones públicas, se explicita que en estas están comprendidos los entes públicos territoriales y que tales instituciones y entes serán tan solo los que «hayan designado consejeros generales».

En cuanto a los coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, se ha reformado la Ley 13/1985, de 25 de mayo, en varios aspectos.

Por un lado, en orden al cumplimiento del deber de formular las cuentas consolidadas que establece el Código de Comercio, para indicar que, cuando no se apliquen las normas de contabilidad aprobadas por los Reglamentos de la Comisión Europea, se utilizarán las normas que se determinen según el procedimiento y criterios previstos en el primer párrafo del apartado 1 del artículo siguiente, en los grupos de sociedades: a) cuya sociedad dominante sea una entidad de crédito, y b) cuya sociedad dominante tenga como actividad principal la tenencia de participaciones en entidades de crédito; en los que, incluyendo a una o más entidades de crédito, la actividad de estas sea la más importante dentro del grupo.

Por otro lado, la obligación de elaborar los estados consolidados previstos a efectos prudenciales corresponderá al «consejo de administración u órgano equivalente» de la entidad dominante del grupo consolidable de entidades de crédito, salvo que el Banco de España, en determinadas circunstancias, designe otra entidad obligada entre las entidades del grupo.

Asimismo, el Banco de España podrá exigir que los estados consolidables de cierre de ejercicio a que se refiere este apartado sean sometidos, en determinadas circunstancias, al control de los auditores de cuentas de la entidad obligada a elaborarlos.

Por otro lado, y para los grupos —incluidos los de entidades de crédito— en los que alguna sociedad tenga admitidos valores a cotización oficial, las cuentas anuales e informe de gestión consolidado de los ejercicios que comiencen a partir del 1.1.2005 deberán elaborarse aplicando las normas internacionales de contabilidad aprobadas por los Reglamentos de la Comisión Europea. También podrán elaborarse conforme a dichas normas los de los grupos que, no cumpliendo tal condición, hayan optado por esta posibilidad como alternativa a las reglas del Código de Comercio.

Por último, se liberaliza, bajo determinadas circunstancias, la emisión de instrumentos de deuda para las filiales de entidades de crédito y entidades cotizadas que no sean de crédito, en ambos casos siempre que sean residentes en un país de la UE, cuyo objeto exclusivo sea la emisión de participaciones preferentes.

Con relación a la *regulación del mercado de valores*, se han reformado dos puntos de la Ley 24/1988, de 28 de julio. En primer lugar, se ha habilitado expresamente a la CVMV para supervisar y, en su caso, autorizar la publicidad de las actividades relacionadas con el mercado de valores. En segundo lugar, se ha suprimido el límite de emisión de obligaciones, establecido en la Ley de Sociedades Anónimas, para las sociedades anónimas cotizadas.

Respecto a la *regulación sobre la moneda metálica*, se ha establecido que tendrá la consideración de infracción administrativa cualquier alteración o modificación de las características físicas de las monedas de curso legal, sin autorización de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, para su empleo como soporte de publicidad o para cualquier otro fin distinto al previsto en la norma de emisión.

Ámbito fiscal

Cuatro elementos son los más sobresalientes en cuanto a la tributación en materia de operaciones e instituciones financieras. En primer lugar, se ha establecido que el régimen fiscal de

las cuotas participativas de las cajas de ahorros será el mismo que se aplique, en todos los casos y figuras impositivas y a todos los efectos, a las acciones y participaciones en el capital social o fondos propios de entidades.

En segundo lugar, se ha regulado el régimen fiscal de determinados préstamos de valores, en particular, de valores admitidos a negociación en bolsas de valores, mercados y sistemas organizados de negociación radicados en Estados miembros de la OCDE. A grandes rasgos, se ha establecido que para el prestamista no existirá alteración en la composición del patrimonio y, por tanto, no será renta gravable en el IRPF o en el impuesto de sociedades la entrega de los valores en préstamo ni la devolución de otros tantos valores homogéneos al vencimiento del préstamo. Por el contrario, la remuneración del préstamo, así como el importe de las compensaciones por los derechos económicos que se deriven de los valores prestados durante la vigencia del préstamo, tendrán para el prestamista la consideración de rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios.

Para el prestatario, los dividendos, participaciones en beneficios y demás rendimientos derivados de los valores tomados en préstamo se integrarán en su renta. Asimismo, la totalidad del importe percibido por el prestatario con ocasión de una distribución de la prima de emisión o de una reducción de capital con devolución de aportaciones que afecte a los valores prestados (o su valor de mercado si fuera en especie) tendrá la consideración de rendimiento del capital mobiliario.

En tercer lugar, por lo que se refiere a las sociedades y fondos de capital riesgo se han efectuado determinadas mejoras en la fiscalidad del impuesto de sociedades. De una parte, se amplía el plazo de la exención del 99%, que pasa a ser desde el año segundo hasta el decimoquinto (hasta ahora el duodécimo); también se amplía el plazo por el que excepcionalmente podrá extenderse este beneficio fiscal (hasta un máximo de 20 años, 17 hasta ahora) y, finalmente, se aumenta de dos a tres años el tiempo que puede transcurrir desde que la participada acceda a la bolsa sin perder dicha exención parcial. De otra parte, se extiende el tratamiento beneficioso para los dividendos y las rentas positivas puestas de manifiesto en la transmisión o reembolso de acciones, previsto hasta ahora para los socios residentes, a los socios no residentes. Así, los no residentes con establecimiento permanente tendrán el mismo régimen que los sujetos pasivos del impuesto sobre sociedades, mientras que para los que no tengan establecimiento permanente se dispone que la renta se entenderá como no obtenida en España.

Por último, en cuanto a las sociedades cuya actividad y objeto social exclusivo sea la emisión de participaciones preferentes y/u otros instrumentos financieros, se ha reducido la fiscalidad en el caso de traslado de la sede de dirección efectiva o del domicilio social a España. En particular, este traslado se ha declarado exento de la modalidad de operaciones societarias del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

ENERO 2004

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE EL AÑO 2004 Y ENERO DE 2005.—Como viene siendo habitual durante el mes de enero de cada año, se publicaron el *RD 5/2004, de 9 de enero* (BOE de 11 de enero), por el que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2004 y enero de 2005; la Orden *ECO/30/2004, de 14 de enero* (BOE de 19 de enero), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2004 y enero de 2005 y se delegan determinadas facultades en el director general del Tesoro y Política Financiera, y las *Resoluciones de 21 y 22 de enero de 2004*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE de 27 y 29 de enero, respectivamente), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publica el calendario de subastas para el año 2004 y el mes de enero de 2005.

En sentido amplio, se mantienen los instrumentos, criterios y procedimientos de emisión vigentes en años anteriores, si bien se incorpora la opción de poder efectuar las subastas en términos de precio o de tipo de interés y algunos cambios menores en las fechas de las subastas. Al igual que en el año 2003, el Ministerio de Economía podrá disponer de la creación de deuda mediante emisiones de valores u operaciones de crédito, en moneda nacional o en divisas.

Respecto a los procedimientos de emisión para la deuda del Estado, se mantienen los sistemas de años anteriores. En particular, permanecen los siguientes procedimientos de emisión: mediante subastas (ofertas competitivas y no competitivas), y mediante cualquier técnica que no entrañe desigualdad de oportunidades para los potenciales adquirentes de los valores.

En cuanto a las letras del Tesoro, para el año 2004 se ha considerado conveniente introducir ligeras modificaciones para favorecer la emisión de letras del Tesoro. En particular, se incorpora la opción de poder efectuar las subastas en términos de precio o de tipo de interés. Las nuevas letras se emitirán a los plazos actuales (es decir, tres, seis, doce y dieciocho meses) y se mantendrá la agrupación de emisiones, a fin de consolidar el mercado de letras del Tesoro, garantizar su liquidez y mantener la competitividad con el resto de emisores institucionales del área euro. Las subastas tienen lugar cada cuatro semanas, alternándose las emisiones de letras a tres y a seis meses. No obstante, los plazos de emisión pueden diferir de los señalados en el número de días necesarios para facilitar la agrupación de vencimientos, de forma que la periodicidad de estos sea de dos meses, teniendo lugar en los meses pares y coincidiendo con las fechas de emisión para facilitar la reinversión de los tenedores.

Respecto a los bonos y obligaciones del Estado, se mantienen las características de emisión de los bonos y obligaciones del Estado. Así, continúa la obligación de hacer público su calendario anual de subastas ordinarias con carácter trimestral, de acuerdo con los creadores del mercado, en función de las condiciones de los mercados y del desarrollo de las emisiones durante el año. En cualquier caso, si las condiciones del mercado o las necesidades de financiación así lo aconsejaran, el Tesoro podrá decidir, en la Resolución mensual en la que se disponen las emisiones de bonos y obligaciones para el mes siguiente, no emitir en alguno de los plazos que, a título indicativo, se fijaron en el calendario trimestral.

En cuanto a los plazos de emisión, si bien se mantienen los mismos que el año anterior, se ha considerado conveniente retrasar las subastas mensuales de obligaciones del Estado al tercer jueves del mes para facilitar la gestión de la Tesorería del Estado, al aproximar los ingresos de las emisiones a las fechas de mayor concentración de pagos, reduciéndose con ello los excedentes diarios de caja. La subasta de bonos se seguirá efectuando en la primera semana del mes, si bien se traslada la fecha de resolución al jueves.

MERCADO DE VALORES: INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS Y OTRAS ENTIDADES.—Se publicó la *Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre* (BOE del 8 de enero), sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades, y, en desarrollo de esta Orden, la *CCNMV 1/2004, de 17 de marzo* (BOE de 29 de marzo), sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas. Finalmente, en este contexto, también se publicó la *Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero* (BOE de 18 de febrero), sobre el informe anual de gobierno corporativo y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

La Orden ECO/3722/2003 tiene por objeto, en general, desarrollar y completar el contenido, estructura y difusión del informe anual de gobierno corporativo, así como la transmisión al mercado, inversores y accionistas de otra información relevante.

Respecto del informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, se ha establecido su contenido mínimo, que versará sobre la estructura de propiedad de la sociedad, la estructura de administración de la misma, las operaciones vinculadas y operaciones intragrupo, los sistemas de control del riesgo, el funcionamiento de la junta general y, finalmente, el grado de seguimiento de las recomendaciones en materia de buen gobierno. En segundo lugar, en relación con el informe anual de gobierno corporativo de las entidades que emitan valores que se negocien en mercados oficiales (excepto para las cajas de ahorros, cuyo informe es objeto de regulación específica), la Orden establece su contenido mínimo (que tratará sobre iguales temas que el de sociedades cotizadas) y faculta a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) para detallar el mismo y su estructura. En tercer lugar, en cuanto a los hechos relevantes de los emisores de valores, se ha fijado que su difusión se realizará a través de las páginas *web* de los emisores, si bien se comunicará previamente a la CNMV.

Por su parte, la CCNMV 1/2004, de 17 de marzo, detalla el contenido y estructura del informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y de otras entidades emisoras de valores admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales —distintas de las cajas de ahorros—, estableciendo un modelo a tal efecto. Este modelo exige un pronunciamiento concreto sobre distintas cuestiones relacionadas con el gobierno corporativo, pero no impide que las entidades puedan voluntariamente añadir cualquier otra información, aclaración o matiz relacionados con las prácticas de gobierno corporativo en la medida que resulten relevantes para la comprensión del informe.

Por último, la Orden ECO/354/2004 tiene por objeto, en general, desarrollar y completar el contenido, estructura y difusión del informe anual de gobierno corporativo, así como la transmisión al mercado, inversores y accionistas de otra información relevante. Por ello, su estructura y disposiciones no hacen sino replicar, con las necesarias adaptaciones derivadas de la distinta naturaleza jurídica de las Cajas, las de la mencionada Orden ECO/3722/2003. Por tanto, tan solo cabe destacar, por una parte, que el contenido mínimo del informe anual de gobierno corporativo refleja las consecuencias de dicha naturaleza (por ejemplo, obviando la estructura de capital de las cajas y aludiendo, entre otras cosas, a las operaciones con instituciones públicas presentes en sus órganos de gobierno o al informe de la Comisión de Inversiones) y, por otra, que la obligación de difundir determinada información a través de la página *web* (cuya responsabilidad se atribuye al director general en vez de al Consejo) se limita al propio informe, así como a los hechos relevantes conceptuados como tales en la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, siendo opcional la inclusión de información adicional.

SOCIEDADES Y SERVICIOS DE TASACIÓN HOMOLOGADOS: INFORMACIÓN A RENDIR AL BANCO DE ESPAÑA.— Para dar cumplimiento a la Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras, se publicó la *CBE 5/2003, de 19 de diciembre* (BOE de 8 de enero), sobre sociedades y servicios de tasación homologados, que modifica la Circular 3/1998, de 27 de enero, sobre la información a rendir al Banco de España.

La presentación de estados al Banco de España deberá hacerse mediante transmisión telemática, de conformidad con las especificaciones técnicas que se comuniquen al efecto. Además, se podrá solicitar de manera individual la confirmación en impreso, debidamente

cumplimentado, de cualquiera de los estados rendidos mediante transmisión telemática. Excepcionalmente, y solo por causas debidamente justificadas, se podrá autorizar la presentación de todos o algunos de los estados en impresos preparados por el Banco de España. La información recibida de las entidades de tasación se comunicará, una vez agregada, a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y a la CNMV, y se distribuirá entre las propias sociedades y servicios de tasación.

FEBRERO 2004

REGLAMENTO DE LOS COMISIONADOS PARA LA DEFENSA DEL CLIENTE DE SERVICIOS FINANCIEROS.—Se publicaron el *Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero* (BOE de 3 de marzo), por el que se aprueba el Reglamento de los Comisionados para la Defensa del Cliente de Servicios Financieros, y, más tarde, la *Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo* (BOE de 24 de marzo), sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras, con el ánimo de mejorar la calidad de los servicios financieros y de avanzar en la transparencia y protección de su clientela.

El Reglamento ha desarrollado aspectos relacionados con el nombramiento y rango jerárquico de los Comisionados, procedimiento de resolución de quejas y reclamaciones y contenido de la memoria anual que, como resumen de su actuación, han de publicar aquellos. Asimismo, ha establecido que el Comisionado para la Defensa del Cliente de Servicios Bancarios, el Comisionado para la Defensa del Inversor y el Comisionado para la Defensa del Asegurado y del Partícipe en Planes de Pensiones tendrán como objetivo ser garantes de la protección de los intereses y derechos de los clientes de servicios financieros, y del reforzamiento de la transparencia y de las buenas prácticas y usos financieros en sus respectivos ámbitos. A tal efecto, y según lo previsto en el marco legal indicado, se asignan como competencias básicas de los Comisionados las relativas a la resolución de las quejas y reclamaciones de los usuarios de los servicios financieros —si bien el informe final sobre las mismas no es vinculante—, así como el asesoramiento ante las consultas que se les formulen sobre sus derechos en tales materias y los cauces legales para su ejercicio.

Estos órganos estarán adscritos al Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, respectivamente, si bien su actuación será independiente y autónoma. Con el fin de que queden dotados de los medios profesionales y operativos necesarios para asegurar la eficacia en su actuación, se declaran adscritos al respectivo Comisionado, en su función de soporte administrativo y técnico, los correspondientes servicios de reclamaciones o unidades administrativas equivalentes existentes en las instituciones citadas.

Por su parte, la Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo, tiene por objeto regular los requisitos y procedimientos que deben cumplir los departamentos y servicios de atención al cliente, así como el defensor del cliente de las entidades financieras. En este sentido, dichas entidades deberán disponer de un departamento o servicio especializado de atención al cliente, que tenga por objeto atender y resolver las quejas y reclamaciones que presenten sus clientes, así como promover el cumplimiento de la normativa de transparencia y protección de la clientela y de las buenas prácticas y usos financieros.

Los titulares del departamento o servicio de atención al cliente y del defensor del cliente deberán ser personas con honorabilidad comercial y profesional, y con conocimiento y experiencia adecuados para ejercer sus funciones. La designación del titular del departamento o servicio de atención al cliente y, en su caso, del defensor del cliente será comunicada al Comisionado o Comisionados para la Defensa del Cliente de Servicios Financieros y a la autoridad o autoridades supervisoras que correspondan por razón de su actividad.

CAJAS DE AHORROS: CUOTAS PARTICIPATIVAS. — Se publicó el *Real Decreto 302/2004, de 20 de febrero*, sobre cuotas participativas (BOE de 3 de marzo), que desarrolla determinados aspectos técnicos del régimen de emisión y funcionamiento de las cuotas participativas. Entre otras novedades, cabe destacar las siguientes: en primer lugar, en lo relativo al régimen jurídico de las cuotas participativas, se señala que les será aplicable parte del correspondiente a las acciones contenido en el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (en adelante, Ley de Sociedades Anónimas). Además, su emisión se somete a la normativa general de los valores negociables, y se precisa la obligación legal de cotizar en mercados secundarios organizados de acuerdo con la naturaleza de renta variable del instrumento.

En segundo lugar, se regula el procedimiento de emisión, incluyendo el alcance de la delegación en el consejo de administración y el contenido mínimo del acuerdo de emisión. Adicionalmente, se determina la fórmula de reparto de la prima de emisión, tanto en la primera como en sucesivas emisiones, entre el fondo de reserva de los cuotaparticipes y las reservas generales de la caja, completándose así un procedimiento de emisión basado en la determinación de un porcentaje del excedente de libre disposición atribuido a los cuotaparticipes como medida cuantitativa de la emisión.

En tercer lugar, se regula la creación y funcionamiento del sindicato de cuotaparticipes, tomando como referencia el régimen previsto para la asamblea de obligacionistas de la Ley de Sociedades Anónimas.

En cuarto lugar, este Real Decreto concreta también los criterios para la retribución de las cuotas, atendiendo a la necesidad de conciliar los aspectos prudenciales y el atractivo del instrumento para los inversores. Finalmente, se desarrollan los aspectos relacionados con la exclusión del derecho de suscripción preferente, el límite del 5% a la tenencia de cuotas y los supuestos de amortización de estas y de fusión de la caja emisora.

REGLAMENTO DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES. — Se publicó el *Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones* (BOE de 25 de febrero), que actualiza, sistematiza y completa la adaptación de la normativa reglamentaria en materia de planes y fondos de pensiones, contando asimismo con la experiencia acumulada en la materia, y tomando como referencia los desarrollos en el ámbito de la Unión Europea.

Este nuevo Reglamento ha integrado y sustituido al Reglamento originario, aprobado mediante el Real Decreto 1307/1988, de 30 de septiembre, y parcialmente modificado posteriormente, en especial mediante el Real Decreto 1589/1999, de 15 de octubre. A continuación se comentan los aspectos más relevantes de este Reglamento.

El nuevo Reglamento ha estado condicionado por los diferentes aspectos introducidos mediante la Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social (en adelante, Ley de Acompañamiento de 2002), referentes a la consideración de los planes de pensiones de empleo como un instrumento de previsión social empresarial coordinado con los procesos de representación y negociación colectiva en el ámbito laboral, ofreciendo a las partes implicadas un grado de autonomía y libertad de pactos que permita su adaptación a las necesidades y características que concurren en el ámbito laboral y empresarial con mayor flexibilidad.

Por otro lado, se ha avanzado en la diferenciación establecida en la Ley de Acompañamiento de 2002 entre los fondos de pensiones de empleo (que integran planes de pensiones de em-

pleo) y los fondos de pensiones personales (que integran planes de pensiones individuales y asociados), dada la diferente naturaleza de sus objetivos. Los primeros se encuadran en el denominado segundo pilar de la previsión complementaria, que permite instrumentar los compromisos por pensiones de las empresas con sus trabajadores, mientras que los segundos se encuadran en el denominado «tercer pilar», que canaliza decisiones individuales e independientes de ahorro finalista.

Finalmente, el Reglamento ha orientado las inversiones de los fondos de pensiones, estableciendo una mayor seguridad jurídica para los sujetos intervinientes en el proceso de inversión, y aumentando el nivel de transparencia e información hacia los partícipes.

FONDO DE RESERVA DE LA SEGURIDAD SOCIAL.—El *Real Decreto 337/2004, de 27 de febrero* (BOE de 9 de marzo), por el que se desarrolla la Ley 28/2003, de 29 de septiembre, reguladora del Fondo de Reserva de la Seguridad Social, completó algunos aspectos de dicha Ley. Además, se han establecido, entre otros elementos, a) los criterios de corrección de los excedentes presupuestarios por prestaciones de naturaleza contributiva y demás gastos para su gestión en el sistema de la Seguridad Social; b) los valores que han de constituir la cartera del Fondo de Reserva, los grados de liquidez de esta, el régimen de disposición de los activos que lo integran y demás actos de su gestión financiera, y c) las actuaciones de la Intervención General de la Seguridad Social en este ámbito y el régimen de funcionamiento del Comité de Gestión, la Comisión Asesora de Inversiones y la Comisión de Seguimiento del Fondo de Reserva de la Seguridad Social.

Desde el punto de vista de la regulación financiera, cabe reseñar los siguientes aspectos. Las dotaciones del Fondo de Reserva serán acordadas en cada ejercicio por el Consejo de Ministros, y materializadas, de forma inicial, con el ingreso financiero que la Tesorería General de la Seguridad Social efectúe desde la cuenta abierta en el Banco de España hacia la cuenta específica del Fondo de Reserva de la Seguridad Social abierta en el mismo Banco. En una materialización posterior, el Fondo de Reserva podrá invertir en títulos emitidos por personas jurídicas públicas nacionales y extranjeras, de calidad crediticia elevada y con un significativo grado de liquidez, es decir, negociados en mercados regulados o sistemas organizados de negociación, así como en otros valores de calidad crediticia elevada emitidos por personas jurídicas públicas en que así se acuerde por el Consejo de Ministros. A estos efectos, también tendrán la consideración de materialización los importes mantenidos en efectivo como activo líquido en la cuenta abierta en el Banco de España.

Las adquisiciones de los activos financieros públicos de materialización del Fondo de Reserva se realizarán por la Tesorería General de la Seguridad Social a través del Banco de España, que actuará como agente y banco depositario de aquellos. Los activos financieros estarán anotados en la cuenta abierta por la Tesorería General de la Seguridad Social en la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (IBERCLEAR) y en cualquier otra que, en su caso, pueda proponer el Comité de Gestión del Fondo de Reserva de la Seguridad Social.

MARZO 2004

DESARROLLO DE LA NORMATIVA SOBRE CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS.—La *Orden Eco/697/2004, de 11 de marzo* (BOE de 18 de marzo), sobre la Central de Información de Riesgos, estableció la periodicidad y forma de remisión de las declaraciones; las características de los titulares declarables, y las clases y las características de los riesgos a declarar. En términos similares a la normativa anterior, las entidades declarantes (que son las entidades de crédito) están obligadas a proporcionar a la CIR los datos necesarios para identificar a las personas con quienes se mantengan, directa o indirectamente, riesgos de crédito, así como

las características de dichas personas. Dichas declaraciones deberán remitirse a la CIR con periodicidad mensual y recogerán la situación existente en el último día del mes al que se refieran. A tal efecto, el Banco de España establecerá el procedimiento, forma y plazo de remisión de las declaraciones periódicas, así como el sistema para presentar declaraciones complementarias con rectificaciones de datos previamente declarados.

Los datos de los titulares comprenderán los que se precisen para su adecuada identificación, tales como nombre, domicilio, fecha de nacimiento y código o número de identificación fiscal o similar. También incluirán aquellos que se necesiten para el análisis económico y estadístico de la información, tales como provincia, sector, actividad económica y situación concursal; la condición de empresario individual cuando actúe en el ejercicio de su actividad empresarial, así como los datos que se consideren necesarios para el adecuado ejercicio de las facultades de supervisión e inspección en base consolidada del Banco de España, incluyendo, en su caso, la vinculación con otros titulares declarados que pertenezcan al mismo grupo económico.

El Banco de España determinará las clases de riesgos a declarar, así como el alcance de los datos a declarar respecto a las características y circunstancias de las diferentes clases de riesgos, pudiendo solicitar la declaración de los datos que considere necesarios para el cumplimiento de las finalidades a las que sirve la CIR, en especial la relativa al adecuado ejercicio de las facultades de supervisión e inspección de las entidades declarantes por parte de las autoridades competentes.

Finalmente, se establece la regulación básica, que podrá ser desarrollada por el Banco de España, sobre el contenido de los informes que tendrán derecho a obtener las entidades declarantes, destacando que en los mismos se omitirá, entre otros datos, la denominación de las entidades con las que los titulares hubieran contraído los riesgos.

PRÉSTAMO DE VALORES NEGOCIADOS EN MERCADOS SECUNDARIOS.—La *Orden Eco/764/2004, de 11 de marzo* (BOE de 26 de marzo), reguló determinados aspectos de los préstamos de valores, y, en concreto, desarrolló las obligaciones específicas de información de carácter financiero de los contratos de préstamo de valores admitidos a negociación en un mercado secundario, así como habilitó a la CNMV para fijar los límites generales al volumen de operaciones de préstamo que pueden otorgar las entidades o a las condiciones en que dichas operaciones se practiquen, con el objetivo de evitar posibles distorsiones en la cotización de los valores objeto de préstamo o su posible utilización con fines ajenos a su naturaleza y objeto. Las previsiones de la presente Orden no serán aplicables a las operaciones de préstamo realizadas sobre valores de deuda pública en anotaciones, que seguirán rigiéndose por su normativa específica.

Los organismos rectores de los mercados secundarios, previa comunicación a la CNMV, publicarán en sus boletines de cotización la relación de valores que se determinen como aptos para ser objeto de préstamo, así como sus sucesivas actualizaciones.

Cada entidad informante deberá comunicar al órgano receptor determinada información, como la fecha de perfección y de cancelación o vencimiento de la operación de préstamo; la identificación y el número de los valores prestados, y las garantías otorgadas, en caso de que se entreguen o constituyan a través del sistema de registro, compensación y liquidación gestionado por el órgano receptor.

Las entidades que realicen préstamos de valores deberán incorporar a sus reglamentos internos de conducta las medidas organizativas necesarias para evitar flujos indebidos de

información relacionada con su actividad de préstamo de valores, y, si el volumen de dicha actividad lo justifica de acuerdo con lo que a tales efectos determine la CNMV, constituir unidades especializadas separadas de las que desarrollen otro tipo de actividad sobre los mismos valores.

Finalmente, los organismos rectores de los mercados en los que cotizan los valores prestados, con la asistencia necesaria de la Sociedad de Sistemas o de la entidad que realice las funciones de registro, compensación y liquidación en el mercado en donde se negocie el valor objeto del préstamo, darán publicidad a los saldos de los préstamos de valores existentes en cada momento, así como a la constitución y cancelación de los préstamos y otros aspectos que la CNMV considere de interés para los mercados. Asimismo, dichos organismos y los correspondientes sistemas de compensación y liquidación podrán, previo informe favorable de la CNMV, establecer los procedimientos y los sistemas para unificar, simplificar y agilizar la tramitación administrativa y tratamiento informático de los préstamos de valores.

TEXTO REFUNDIDO DE DETERMINADAS LEYES FISCALES. —La disposición adicional cuarta de la Ley 46/2002, de 18 de diciembre, de reforma parcial del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), del impuesto sobre sociedades y del impuesto sobre la renta de no residentes, en la redacción dada por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, establecía que el Gobierno debía elaborar y aprobar en el plazo de 15 meses a partir de la entrada en vigor de esta Ley los textos refundidos del IRPF, del impuesto sobre la renta de no residentes y del impuesto sobre sociedades. Dando cumplimiento a dicho precepto, el Gobierno publicó el *Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo* (BOE de 12 de marzo), por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del IRPF; el *Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo* (BOE de 12 de marzo), por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, y el *Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo* (BOE de 12 de marzo), por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

2 Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación

MATERIAS	FECHA NORMA	BOLETÍN ECONÓMICO
I. BANCO CENTRAL EUROPEO Y SEBC		
Modificación de las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo en materia de estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales	2.5.2003	Jul-ago 2003
II. BANCO DE ESPAÑA Y SISTEMA FINANCIERO		
a) Funcionamiento del sistema de pagos		
Modificación de la normativa de TARGET: sistema de reembolso y otras modificaciones de la normativa del Servicio de Liquidación del Banco de España	24.4.2003	Jul-ago 2003
Sistema Nacional de Compensación Electrónica: transmisión de solicitudes de traspasos entre instituciones de inversión colectiva	23.4.2003	Jul-ago 2003
Sistema Nacional de Compensación Electrónica: implantación del nuevo procedimiento de transmisión de imágenes en sustitución de la entrega de facsímiles, e incorporación de nuevos documentos	24.6.2003	Oct 2003
b) Mercado de cambios y relaciones con el exterior		
Régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior, y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales	4.7.2003	Oct 2003
c) Otras áreas		
Ficheros con datos de carácter personal gestionados por el Banco de España	28.5.2003	Jul-ago 2003
Coordinación de actuaciones entre las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad y la Brigada de Investigación del Banco de España en la lucha contra la falsificación de billetes y monedas	4.7.2003	Oct 2003
Reglamento de los comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros	20.2.2004 11.3.2004	Abr 2004 Abr 2004
Desarrollo de la normativa sobre Central de Información de Riesgos	11.3.2004	Abr 2004
III. ENTIDADES DE CRÉDITO		
Modificación de las normas de solvencia de las entidades financieras	27.12.2002 8.1.2003	Abr 2003 Abr 2003
Transparencia de los precios de los servicios bancarios prestados mediante cajeros automáticos	24.4.2003	Jul-ago 2003
Modificación de la normativa de los recursos propios mínimos	24.6.2003	Oct 2003
Modificación de la normativa de las participaciones preferentes	4.7.2003	Oct 2003
Fondo de garantía de depósitos: reducción para cooperativas de crédito	3.10.2003	Ene 2004
Cajas de ahorros: cuotas participativas	20.2.2004	Abr 2004
IV. OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS		
a) Instituciones de inversión colectiva		
Nueva ley de las instituciones de inversión colectiva	4.11.2003	Ene 2004
b) Otras instituciones		
Entidades aseguradoras: información de planes de previsión asegurados	5.3.2003	Abr 2003
Seguros privados: adaptación a la normativa comunitaria	4.11.2003	Ene 2004
Sociedades y servicios de tasación homologados: información a rendir al Banco de España	19.12.2003	Abr 2004

MATERIAS	FECHA NORMA	BOLETÍN ECONÓMICO
V. MERCADO DE VALORES		
a) Mercado de Deuda Pública		
Condiciones de emisión para el año 2003 y enero de 2004	10.1.2003 14.1.2003 22.1.2003	Abr 2003 Abr 2003 Abr 2003
Creadores de mercado de letras del Tesoro	5.3.2003	Abr 2003
Condiciones de emisión para el año 2004 y enero de 2005	9.1.2004 14.1.2004 21.1.2004 22.1.2004	Abr 2004 Abr 2004 Abr 2004 Abr 2004
b) Mercados de valores privados		
Mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre el aceite de oliva	22.1.2003	Abr 2003
Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores	27.3.2003	Abr 2003
Modificación del folleto informativo para la emisión de <i>warrants</i>	4.4.2003	Jul-ago 2003
Modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores	11.4.2003	Jul-ago 2003
Transparencia de las sociedades anónimas cotizadas	17.7.2003	Oct 2003
Ley concursal	9.7.2003	Oct 2003
Informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades	26.12.2003 17.2.2004 17.3.2004	Abr 2004 Abr 2004 Abr 2004
Reglamento de planes y fondos de pensiones	20.2.2004	Abr 2004
Préstamo de valores negociados en mercados secundarios	11.3.2004	Abr 2004
VI. LEGISLACIÓN FINANCIERA DE LA UNIÓN EUROPEA		
Directiva relativa a las operaciones con información privilegiada y a la manipulación del mercado (abuso del mercado)	28.1.2003	Jul-ago 2003
Modificación de las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo en materia de estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales	2.5.2003	Jul-ago 2003
VII. NORMAS FISCALES Y OTRAS MATERIAS		
Riesgos derivados del comercio exterior: cobertura del Estado	22.1.2003	Abr 2003
Modificación del reglamento de auditoría de cuentas	14.2.2003	Abr 2003
Sociedad limitada nueva empresa y modificación del régimen jurídico de las sociedades de responsabilidad limitada	1.4.2003	Abr 2003
Medidas de reforma económica	25.4.2003	Jul-ago 2003
Ley General Presupuestaria	26.11.2003	Ene 2004
Presupuestos Generales del Estado para el año 2004	30.12.2003	Ene 2004
Medidas fiscales, administrativas y de orden social	30.12.2003	Ene 2004
Fondo de Reserva de la Seguridad Social	27.2.2004	Abr 2004
Texto refundido de determinadas leyes fiscales	5.3.2004	Abr 2004

ÍNDICES

Índice de cuadros

Cuadro I.1.	Principales indicadores de la economía española	24
Cuadro II.1.	Principales indicadores macroeconómicos de Estados Unidos, Japón y Reino Unido	43
Cuadro II.2.	Economías emergentes. Principales indicadores macroeconómicos	44
Cuadro III.1.	Principales indicadores macroeconómicos del área del euro	70
Cuadro III.2.	Indicadores de aspectos estructurales de la Unión Europea	85
Cuadro IV.1.	Consumo y formación bruta de capital fijo por sectores institucionales	103
Cuadro IV.2.	Márgenes de exportación en las manufacturas. Tasas de variación	129
Cuadro IV.3.	Indicadores de convergencia real y competitividad	130
Cuadro IV.4.	Principales operaciones no financieras de las AAPP	133
Cuadro V.1.	Operaciones financieras netas. Datos acumulados de cuatro trimestres	142
Cuadro V.2.	Operaciones financieras de las sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	146
Cuadro V.3.	Operaciones financieras de la nación. Datos acumulados de cuatro trimestres	149
Cuadro V.4.	Emisiones y ofertas públicas de valores negociables	150
Cuadro V.5.	Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados	152
Cuadro V.6.	Entidades de depósito. Estructura de balance y cuenta de resultados	157
Cuadro V.7.	Fondos captados por otros intermediarios financieros	162
Cuadro VI.1.	Entidades supervisadas por el Banco de España	181
Cuadro VI.2.	Escritos de requerimientos y recomendaciones a entidades supervisadas	181
Cuadro VI.3.	Canje de pesetas por euros	185

Índice de gráficos

Gráfico I.1.	PIB, consumo privado, FBCF e inflación. Tasas de variación	17
Gráfico I.2.	PIB, formación bruta de capital fijo y empleo. Tasas de variación	25
Gráfico I.3.	Diferenciales de inflación entre España y la UEM	27
Gráfico II.1.	PIB, composición, precios de consumo y balanza por cuenta corriente	42
Gráfico II.2.	Tipos de cambio y precios de materias primas	45
Gráfico II.3.	Mercados financieros industrializados	46
Gráfico II.4.	Mercados financieros emergentes	47
Gráfico II.5.	Estados Unidos. Indicadores sector real y financiero	51
Gráfico II.6.	Japón. Indicadores sector real y financiero	53
Gráfico II.7.	Financiación exterior de economías emergentes	57
Gráfico III.1.	UEM: composición del crecimiento e indicadores de confianza	71
Gráfico III.2.	Evolución económica por países en 2003	76
Gráfico III.3.	UEM: Índices armonizados de precios de consumo y evolución salarial	81
Gráfico III.4.	UEM: Política fiscal	82
Gráfico III.5.	Tipos de interés de la zona del euro	88
Gráfico III.6.	Índice de condiciones monetarias en la UEM y contribuciones	89
Gráfico III.7.	Evolución del tipo de cambio del euro y comercio exterior de la UEM por países	89
Gráfico III.8.	Tipos de interés de la zona del euro	90
Gráfico III.9.	Índices de los mercados bursátiles y tipos de los bonos corporativos	91
Gráfico III.10.	Agregados monetarios y crediticios	92
Gráfico IV.1.	Financiación de los sectores residentes no financieros	98
Gráfico IV.2.	Principales agregados macroeconómicos	102
Gráfico IV.3.	Consumo final de los hogares e ISFLSH	104
Gráfico IV.4.	Consumo final de los hogares e indicador de confianza	105
Gráfico IV.5.	Inversión residencial	106
Gráfico IV.6.	Inversión productiva privada	107
Gráfico IV.7.	Inversión en bienes de equipo e indicador de sentimiento económico	108
Gráfico IV.8.	Demanda exterior y principales determinantes	111
Gráfico IV.9.	VAB por ramas de actividad. Brecha de producción y tasas de variación interanual	115
Gráfico IV.10.	Empleo y paro	116
Gráfico IV.11.	Determinantes de los salarios	121
Gráfico IV.12.	Composición de los defactores de la demanda final y del PIB	122
Gráfico IV.13.	Precios y costes por ramas de actividad	125
Gráfico IV.14.	Índices de competitividad de España	128
Gráfico IV.15.	La especialización comercial en España en comparación con la UE	135
Gráfico IV.16.	Cuenta del resto del mundo	136
Gráfico IV.17.	Ahorro, inversión y capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	137
Gráfico V.1.	Operaciones financieras	145
Gráfico V.2.	Sociedades no financieras. Datos acumulados de cuatro trimestres	147
Gráfico V.3.	Operaciones financieras de las Administraciones Públicas	148
Gráfico V.4.	Índices bursátiles	153
Gráfico V.5.	Rentabilidad de la deuda pública	154

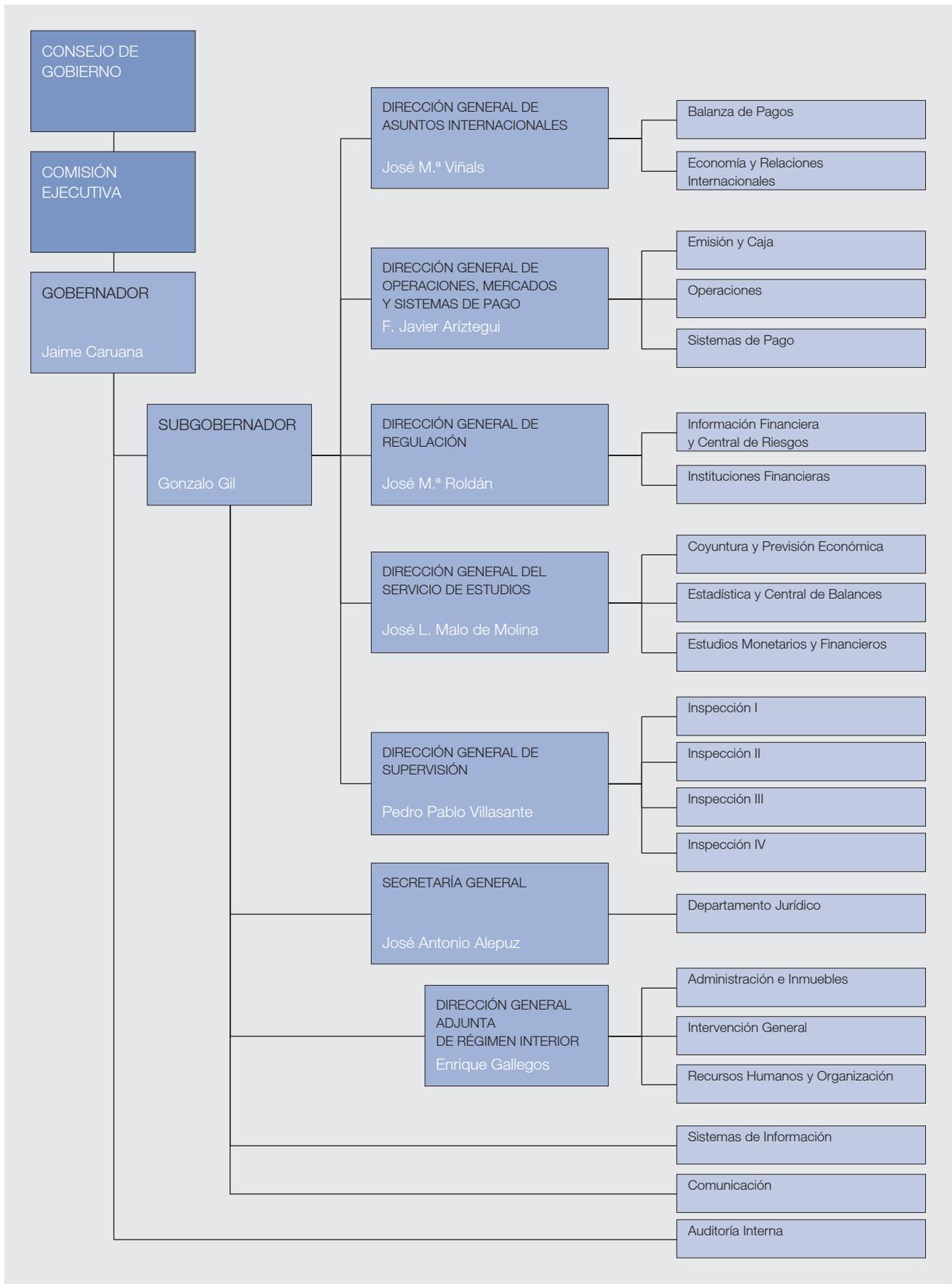
Gráfico V.6.	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años	155
Gráfico V.7.	Crédito, dudosos y ciclo económico	156
Gráfico V.8.	Tipos de interés bancarios y del mercado monetario	158
Gráfico V.9.	Inversores institucionales	161
Gráfico V.10.	Indicadores de posición patrimonial de los hogares e ISFLSH	164
Gráfico V.11.	Variación acumulada de la riqueza financiera neta de los hogares e ISFLSH	165
Gráfico V.12.	Evolución del precio de la vivienda	165
Gráfico V.13.	Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras	166
Gráfico V.14.	Carga financiera de las sociedades no financieras	167
Gráfico V.15.	Variación acumulada del patrimonio neto de las sociedades no financieras	167
Gráfico V.16.	Expectativas de crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas	169
Gráfico VI.1.	Billetes en euros puestos en circulación	185

Índice de recuadros

Recuadro I.1.	Una evaluación de los avances de la UE y España en la Agenda de Lisboa	20
Recuadro I.2.	La sensibilidad de la economía española a cambios en los tipos de interés	31
Recuadro I.3.	Los desequilibrios macro-financieros y la desaceleración económica en algunos países de la UEM	34
Recuadro I.4.	El papel del control del gasto en la disciplina presupuestaria	37
Recuadro II.1.	El déficit por cuenta corriente en Estados Unidos	49
Recuadro II.2.	Acumulación de reservas y tipos de cambio en Asia	56
Recuadro II.3.	Tolerancia al riesgo y evolución de los diferenciales soberanos latinoamericanos	59
Recuadro II.4.	Disciplina macroeconómica bajo tipos de cambio flexibles en América Latina	61
Recuadro III.1.	Causas de la atonía del consumo privado en la UEM	72
Recuadro III.2.	Los efectos de la apreciación del euro en el comercio exterior de la UEM	74
Recuadro III.3.	La sincronía cíclica entre las economías europeas	77
Recuadro III.4.	El comportamiento del empleo en la UEM en la reciente desaceleración cíclica	79
Recuadro IV.1.	La inversión en construcción entre 1981 y 2003	109
Recuadro IV.2.	La reforma del sistema de prestaciones por desempleo de 2002	119
Recuadro IV.3.	Análisis de los márgenes en las manufacturas	126
Recuadro IV.4.	El diferencial de gasto en I+D de la economía española: dimensión sectorial	131
Recuadro V.1.	La sensibilidad de la carga financiera de los hogares a las variaciones en los tipos de interés	143
Recuadro V.2.	Financiación con valores de renta fija de las sociedades no financieras españolas	151
Recuadro V.3.	La evolución del diferencial de intermediación del sistema bancario español	160
Recuadro V.4.	Evolución reciente de la situación financiera de las empresas: impacto sobre la inversión y el empleo	168

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO
DEL BANCO DE ESPAÑA

ORGANIGRAMA GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA



Consejo de Gobierno

GOBERNADOR	Jaime Caruana
SUBGOBERNADOR	Gonzalo Gil
CONSEJEROS	Eduardo Bueno José M. González-Páramo Joaquín Muns Juan Muñoz Jaime Requeijo Julio Segura
DIRECTORA GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA	Belén Romana
VICEPRESIDENTE DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	Juan Jesús Roldán
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	José Luis Malo de Molina F. Javier Aríztegui Pedro Pablo Villasante José María Roldán José María Viñals
SECRETARIO <i>(Con voz y sin voto)</i>	José Antonio Alepuz
REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	Isabel Gutiérrez

Comisión Ejecutiva

GOBERNADOR

Jaime Caruana

SUBGOBERNADOR

Gonzalo Gil

CONSEJEROS

José M. González-Páramo
Julio Segura

DIRECTORES GENERALES DEL BANCO
(*Con voz y sin voto*)

José Luis Malo de Molina
F. Javier Aríztegui
Pedro Pablo Villasante
José María Roldán
José María Viñals

SECRETARIO

(*Con voz y sin voto*)

José Antonio Alepuz

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

Balanza de Pagos de España (ediciones en español e inglés) (anual) (▲)
Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web) (▲)
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web) (▲)
Boletín Económico (mensual) (▲)
Boletín Estadístico (mensual) (▲)
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual) (▲)
Circulares a entidades de crédito (▲)¹
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral) (▲)
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (anual) (▲)
Economic Bulletin (trimestral) (▲)
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral) (▲)
Informe Anual (ediciones en español e inglés) (▲)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual) (▲)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual) (▲)
Mercado de Deuda Pública (anual) (▲)
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web) (▲)

PUBLICACIONES NO PERIÓDICAS

Notas de Estabilidad Financiera (▲)
Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

- 49 CARLOS CHULIÁ: Mercado español de pagarés de empresa (1992). (▲)
- 50 MIGUEL PELLICER: Los mercados financieros organizados en España (1992). (▲)
- 51 ELOÍSA ORTEGA: La inversión extranjera directa en España (1986-1990) (1992).
- 52 ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y TERESA SASTRE: Ecuaciones de demanda para los nuevos agregados monetarios (1992). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
- 53 ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995). (▲)
- 54 JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996). (▲)
- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996). (▲)
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996). (▲)
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M^a TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997). (▲)
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997). (▲)
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997). (▲)
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILLA: 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). (▲)

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Las señaladas con (▲) están disponibles en versión electrónica.

1. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

- 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.) (▲)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M^a DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LIGANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.) (▲)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELLILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.) (▲)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M^a DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (▲)

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

- 25 MARÍA JESÚS FUENTE: Finanzas y ciudades. El tránsito del siglo XV al XVI (1992). (▲)
- 26 HERNÁN ASDRÚBAL SILVA: El Comercio entre España y el Río de la Plata (1778-1810) (1993). (▲)
- 27 JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993). (▲)
- 28 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994). (▲)
- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994). (▲)
- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994). (▲)
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995). (▲)
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995). (▲)
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996). (▲)
- 35 M^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996). (▲)
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997). (▲)
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998). (▲)
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999). (▲)
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000). (▲)
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Amsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000). (▲)
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001). (▲)
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002). (▲)
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958 (2002). (▲)
44. INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898). (▲)

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0216 ALICIA GARCÍA HERRERO, JAVIER SANTILLÁN, SONSOLES GALLEGO, LUCÍA CUADRO AND CARLOS EGEA: Latin American Financial Development in Perspective. (▲)
- 0217 SONSOLES GALLEGO, ALICIA GARCÍA HERRERO AND JESÚS SAURINA: The Asian and European Banking Systems: The case of Spain in the Quest for Development and Stability. (▲)
- 0218 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ RESANO Y LILIANA TOLEDO FALCÓN: Futuros sobre acciones: Demanda e implicaciones sobre los mercados de renta variable. (▲)
- 0219 JOSÉ MANUEL CAMPA AND JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: Differences in exchange Rate Pass-Through in the Euro Area.
- 0220 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: ISIS, Un indicador sintético integral de los servicios de mercado. (▲)
- 0221 MARCO HOEBERICHTS: The Credibility of Central Bank Announcements. (▲)

- 0222 KLAUS DESMET: Asymmetric Shocks, Risk Sharing, and the Latter Mundell. (▲)
- 0223 JOSÉ MANUEL CAMPA AND IGNACIO HERNANDO: Value creation in European M&As. (▲)
- 0224 JUAN AYUSO HUERTAS, DANIEL PÉREZ CID AND JESÚS SAURINA SALAS: Are capital buffers pro-cyclical? Evidence from Spanish panel data. (▲)
- 0225 ANDREW BENITO: Does job insecurity affect household consumption? (▲)
- 0226 ANDREW BENITO: Financial pressure, monetary policy effects and inventory adjustment by UK and Spanish firms. (▲)
- 0227 ANDREW BENITO AND IGNACIO HERNANDO: Extricate: Financial Pressure and Firm Behaviour in Spain. (▲)
- 0228 ANA DEL RÍO, El endeudamiento de los hogares españoles. (▲)
- 0229 GABRIEL PÉREZ QUIRÓS AND JORGE SICILIA: Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable? (▲)
- 0301 JAVIER ANDRÉS, EVA ORTEGA AND JAVIER VALLÉS: Market structure and inflation differentials in the European Monetary Union. (▲)
- 0302 JORDI GALÍ, MARK GERTLER AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: The euro area inefficiency gap. (▲)
- 0303 ANDREW BENITO, The incidence and persistence of dividend omissions by Spanish firms. (▲)
- 0304 JUAN AYUSO AND FERNANDO RESTOY: House prices and rents: an equilibrium asset pricing approach. (▲)
- 0305 EVA ORTEGA, Persistent inflation differentials in Europe. (▲)
- 0306 PEDRO PABLO ÁLVAREZ LOIS: Capacity utilization and monetary policy. (▲)
- 0307 JORGE MARTÍNEZ PAGÉS Y LUIS ÁNGEL MAZA: Análisis del precio de la vivienda en España. (▲)
- 0308 CLAUDIO MICHELACCI AND DAVID LÓPEZ-SALIDO: Technology shocks and job flows. (▲)
- 0309 ENRIQUE ALBEROLA: Misalignment, liabilities dollarization and exchange rate adjustment in Latin America. (▲)
- 0310 ANDREW BENITO: The capital structure decisions of firms: is there a pecking order? (▲)
- 0311 FRANCISCO DE CASTRO: The macroeconomic effects of fiscal policy in Spain. (▲)
- 0312 ANDREW BENITO AND IGNACIO HERNANDO: Labour demand, flexible contracts and financial factors: new evidence from Spain. (▲)
- 0313 GABRIEL PÉREZ QUIRÓS AND HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: The daily market for funds in Europe: what has changed with the EMU? (▲)
- 0314 JAVIER ANDRÉS AND RAFAEL DOMÉNECH: Automatic stabilizers, fiscal rules and macroeconomic stability (▲)
- 0315 ALICIA GARCÍA HERRERO AND PEDRO DEL RÍO: Financial stability and the design of monetary policy. (▲)
- 0316 JUAN CARLOS BERGANZA, ROBERTO CHANG AND ALICIA GARCÍA HERRERO: Balance sheet effects and the country risk premium: an empirical investigation. (▲)
- 0317 ANTONIO DÍEZ DE LOS RÍOS AND ALICIA GARCÍA HERRERO: Contagion and portfolio shift in emerging countries' sovereign bonds. (▲)
- 0318 RAFAEL GÓMEZ AND PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Demographic maturity and economic performance: the effect of demographic transitions on per capita GDP growth. (▲)
- 0319 IGNACIO HERNANDO AND CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: The impact of financial variables on firms' real decisions: evidence from Spanish firm-level data. (▲)
- 0320 JORDI GALÍ, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO AND JAVIER VALLÉS: Rule-of-thumb consumers and the design of interest rate rules. (▲)
- 0321 JORDI GALÍ, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO AND JAVIER VALLÉS: Understanding the effects of government spending on consumption. (▲)
- 0322 ANA BUISÁN Y JUAN CARLOS CABALLERO: Análisis comparado de la demanda de exportación de manufacturas en los países de la UEM. (▲)
- 0401 ROBERTO BLANCO, SIMON BRENNAN AND IAN W. MARSH: An empirical analysis of the dynamic relationship between investment grade bonds and credit default swaps. (▲)
- 0402 ENRIQUE ALBEROLA AND LUIS MOLINA: What does really discipline fiscal policy in emerging markets? The role and dynamics of exchange rate regimes. (▲)
- 0403 PABLO BURRIEL-LLOMBART: An economic analysis of education externalities in the matching process of UK regions (1992-1999). (▲)
- 0404 FABIO CANOVA, MATTEO CICCARELLI AND EVA ORTEGA: Similarities and convergence in G-7 cycles. (▲)
- 0405 ENRIQUE ALBEROLA, HUMBERTO LÓPEZ AND LUIS SERVÉN: Tango with the gringo: the hard peg and real misalignment in Argentina. (▲)
- 0406 ANA BUISÁN, JUAN CARLOS CABALLERO Y NOELIA JIMÉNEZ: Determinación de las exportaciones de manufacturas en los países de la UEM a partir de un modelo de oferta-demanda. (▲)
- 0407 VÍTOR GASPAS, GABRIEL PÉREZ QUIRÓS AND HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: Interest rate determination in the interbank market. (▲)
- 0408 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS AND LORENA SAIZ: Are european business cycles close enough to be just one? (▲)
- 0409 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO AND EDWARD NELSON: Tobin's imperfect assets substitution in optimizing general equilibrium. (▲)

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0301 GIANLUCA CAPORELLO AND AGUSTÍN MARAVALL: A tool for quality control of time series data. Program TERROR. (▲)
- 0302 MARIO IZQUIERDO, ESTHER MORAL Y ALBERTO URTASUN: El sistema de negociación colectiva en España: un análisis con datos individuales de convenios. (▲)
- 0303 ESTHER GORDO, MARÍA GIL Y MIGUEL PÉREZ: Los efectos de la integración económica sobre la especialización y distribución geográfica de la actividad industrial en los países de la UE. (▲)

- 0304 ALBERTO CABRERO, CARLOS CHULIÁ Y ANTONIO MILLARUELO: Una valoración de las divergencias macroeconómicas en la UEM. (▲)
- 0305 ALICIA GARCÍA HERRERO Y CÉSAR MARTÍN MACHUCA: La política monetaria en Japón: lecciones a extraer en la comparación con la de los EEUU. (▲)
- 0306 ESTHER MORAL Y SAMUEL HURTADO: Evolución de la calidad del factor trabajo en España. (▲)
- 0307 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una visión macroeconómica de los veinticinco años de vigencia de la Constitución Española. (▲)
- 0308 ALICIA GARCÍA HERRERO AND DANIEL NAVIA SIMÓN: Determinants and impact of financial sector FDI to emerging economies: a home country's perspective. (▲)
- 0309 JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-MÍNGUEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS AND ANA DEL RÍO: An analysis of the impacts of GDP revisions on cyclically adjusted budget balances (CABS). (▲)
- 0401 J. RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Central bank financial independence. (▲)
- 0402 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA Y FERNANDO RESTOY: Evolución reciente del patrimonio de empresas y familias en España: implicaciones macroeconómicas. (▲)

EDICIONES VARIAS²

- BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 48,08 €.
- PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 12,50 €.
- MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 3,13 €.
- BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 5 €.
- JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 6,25 €.
- RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (**).
- BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (*).
- BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.
- TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.
- JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (**).
- VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.
- PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (*).
- BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.
- PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.
- TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.
- VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.
- BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.
- BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito. (▲)

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

- Informe Anual (▲)
- Boletín Mensual (▲)
- Otras publicaciones (▲)

2. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**) o (***), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos y Macmillan (Londres). Los precios indicados incluyen el 4% de IVA.

BANCO DE ESPAÑA	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfonos 91 338 6363 y 91 338 6488 <i>e-mail:</i> Publicaciones@bde.es www.bde.es
------------------------	--