

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

enero 2000

boletín económico

enero 2000

BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España difunde sus informes más importantes,
así como los Indicadores económicos, a través de las redes
INTERNET e INFOVÍA.PLUS en la dirección <http://www.bde.es>.

Siglas empleadas

AAPP	Administraciones Públicas	IME	Instituto Monetario Europeo
AFROS	Activos Financieros con Retención en Origen	IMSERSO	Instituto de Migraciones y Servicios Sociales
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INE	Instituto Nacional de Estadística
AIE	Agencia Industrial del Estado	INEM	Instituto Nacional de Empleo
ANFAC	Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones	INH	Instituto Nacional de Hidrocarburos
BCE	Banco Central Europeo	INI	Instituto Nacional de Industria
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INIA	Instituto Nacional de Investigaciones Agrarias
BE	Banco de España	INSS	Instituto Nacional de la Seguridad Social
BOE	Boletín Oficial del Estado	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPC	Índice de Precios de Consumo
CBE	Circular del Banco de España	IPI	Índice de Producción Industrial
CCAA	Comunidades Autónomas	IPRI	Índice de Precios Industriales
CLLL	Corporaciones Locales	IRYDA	Instituto Nacional de Reforma y Desarrollo Agrario
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	ISFAS	Instituto Social de las Fuerzas Armadas
CFEE	Cuentas financieras de la economía española	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CI	Cédulas para inversiones	LGP	Ley General Presupuestaria
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	LISMI	Ley de Integración Social de Minusválidos
CNC	Confederación Nacional de la Construcción	MAPA	Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación
CNE	Contabilidad Nacional de España	MCT	Ministerio de Comercio y Turismo
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	MEFFSA	Mercado Español de Futuros Financieros
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	MEH	Ministerio de Economía y Hacienda.
CRM	Certificado de Regulación Monetaria	MINER	Ministerio de Industria y Energía
CTNE	Compañía Telefónica Nacional de España	MTAS	Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales
DE	Departamento Extranjero del Banco de España	MUFACE	Mutualidad General de Funcionarios de la Administración Civil del Estado
DEG	Derechos Especiales de Giro	MUGEJU	Mutualidad General Judicial
DGA	Dirección General de Aduanas	NAP	Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos
DGT	Dirección General de Tráfico	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
DGTE	Dirección General de Transacciones Exteriores	OFCEMEN	Asociación de Fabricantes de Cemento de España
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
DOCE	Diario Oficial de las Comunidades Europeas	OM	Orden Ministerial
ECAOL	Entidades de Crédito de Ámbito Operativo Limitado	OOAA	Organismos Autónomos
EEUU	Estados Unidos de América	OOAAP	Otras Administraciones Públicas
EERR	Entidades Registradas	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	PER	Plan de Empleo Rural
ENDESA	Empresa Nacional de Electricidad	PGE	Presupuestos Generales del Estado
EOC	Entidades Oficiales de Crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	PIBpm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
EPA	Encuesta de Población Activa	PNB	Producto Nacional Bruto
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	PRM	Préstamos de Regulación Monetaria
FAD	Fondos de Ayuda al Desarrollo	RD	Real Decreto
FDG	Fondo de Desarrollo Ganadero	REE	Red Eléctrica
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	RENFE	Red Nacional de Ferrocarriles Españoles
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	RSU	Residuos Sólidos Urbanos
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	SRAE	Servicio Reforzado de Ajuste Estructural
FGD	Fondos de Garantía de Depósitos	SEOPAN	Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	SEPI	Sociedad Estatal de Participaciones Industriales
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	SIM	Sociedades de Inversión Mobiliaria
FMI	Fondo Monetario Internacional	SIMCAV	Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
FMM	Fondos del Mercado Monetario	SME	Sistema Monetario Europeo
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	SMI	Salario Mínimo Interprofesional
FORPPA	Fondo de Orientación y Regulación de Precios y Productos Agrícolas (extinguido)	SMMD	Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero
FSE	Fondo Social Europeo	SOVI	Seguro Obligatorio de Vejez e Invalidez
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	TCEN	Tipo de Cambio Efectivo Nominal
ICO	Instituto de Crédito Oficial	TCER	Tipo de Cambio Efectivo Real
ICONA	Instituto para la Conservación de la Naturaleza	TEAS	Trabajadores Eventuales Agrícolas Subsidiados
IDA	Asociación Internacional de Desarrollo	UE	Unión Europea
IEME	Instituto Español de Moneda Extranjera (extinguido)	UEM	Unión Económica y Monetaria
IFM	Instituciones Financieras Monetarias	UEM-11	Los 11 Estados Miembros que participan en la UEM desde el 1 de enero de 1999
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	UNESA	Unión Eléctrica, S.A.
IICM	Instituciones de Inversión Colectiva de Carácter Mobiliario	UNESID	Unión de Empresas Siderúrgicas

Siglas de países y monedas en las publicaciones del Banco Central Europeo, que se irán adoptando progresivamente en este Boletín:

<i>Países</i>		<i>Monedas</i>	
BE	Bélgica	EUR	Euro
DE	Alemania	BEF	Franco belga
ES	España	DEM	Marco alemán
FR	Francia	ESP	Peseta
IE	Irlanda	FRF	Franco francés
IT	Italia	IEP	Libra irlandesa
LU	Luxemburgo	ITL	Lira italiana
NL	Países Bajos	LUF	Franco luxemburgués
AT	Austria	NLG	Florín neerlandés
PT	Portugal	ATS	Chelín austriaco
FI	Finlandia	PTE	Escudo portugués
		FIM	Marco finlandés
DK	Dinamarca	DKK	Corona danesa
GR	Grecia	GRD	Dracma griega
SE	Suecia	SEK	Corona sueca
UK	Reino Unido	GBP	Libra esterlina
JP	Japón	JPY	Yen japonés
US	Estados Unidos de América	USD	Dólar estadounidense

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

Abreviaturas y signos más utilizados

- M1 Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M2 M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
- M3 M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
- mm Miles de millones.
- a Avance
- p Puesta detrás de una fecha [enero (p)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
- T_j^i Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
- m_j Tasa de crecimiento básico de período j .
- Referido a datos anuales (1970) 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.
- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.

Índice

	<u>Páginas</u>
Informe trimestral de la economía española	9
1. Rasgos básicos	9
2. El entorno exterior de la zona del euro	14
3. El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	20
4. La economía española	28
5. Los mercados y los flujos financieros de la economía española	44
¿Ha aumentado el grado de integración financiera durante los noventa?	55
Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999	63
La reforma del sistema de provisiones de insolvencia	79
Información del Banco de España	93
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación a 31 de diciembre de 1999	95
Circulares y circulares monetarias publicadas por el Banco de España	99
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas entre el 23 de diciembre de 1999 y el 21 de enero de 2000	100
Registros oficiales de entidades. Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales. Variaciones producidas entre el 23 de diciembre de 1999 y el 21 de enero de 2000 ..	102
Publicaciones recientes del Banco de España	103
Indicadores económicos	105
Artículos y publicaciones del Banco de España	167

Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

Se estima que el producto interior bruto (PIB) real de la economía española registró una tasa de crecimiento interanual del 3,8 % durante el cuarto trimestre de 1999, cifra ligeramente superior a la avanzada por la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) para el trimestre precedente (1). Los indicadores disponibles para los últimos meses del año muestran que la demanda nacional mantuvo una senda de moderada desaceleración, que se vio contrarrestada por una contribución menos negativa de la demanda exterior neta al aumento del producto, ya que las exportaciones acentuaron su ritmo de avance real, apoyadas en la recuperación de los mercados internacionales, y las importaciones conservaron un tono sostenido, similar al de los períodos precedentes. La actividad económica en la zona de la Unión Económica y Monetaria (UEM) participa de forma patente en la recuperación de los mercados mundiales, tal como muestra el crecimiento interanual de su PIB real en el tercer trimestre, que se ha situado en el 2,3 %.

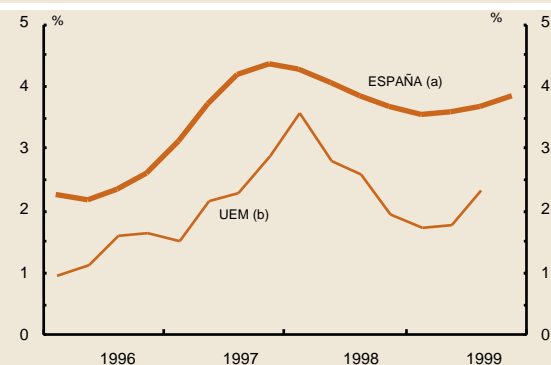
Las cifras estimadas para el cuarto trimestre, si se confirman, implican que la economía española ha alcanzado una tasa de variación del PIB real del orden del 3,7 % en el promedio de 1999, cifra superior a la prevista al comienzo del año, e inferior en solo tres décimas porcentuales a la de 1998; el diferencial con respecto al crecimiento del conjunto del área del euro continúa siendo notable, aunque tiende a reducirse (véase el gráfico 1). La aportación de la demanda nacional de la economía española al aumento del producto en 1999 fue destacada y se extendió a la mayoría de sus componentes; es posible que su tasa de crecimiento real no difiera significativamente de la registrada en 1998. La contribución de la demanda externa real, sin embargo, fue algo más negativa, del orden de los 1,3 puntos porcentuales; tres décimas más que el año precedente, en valores absolutos, que explican las diferencias en el crecimiento del producto entre uno y otro año. El crecimiento del empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes, tal como lo estima la CNTR, ha vuelto a ser notable por tercer año consecutivo, del orden del 3,3 %, ligeramente inferior al del año precedente.

Sin embargo, y como ya se ha señalado, las pautas de comportamiento que se aprecian en los resultados del promedio del año ocultan los cambios que tuvieron lugar en el transcurso del mismo, a medida que la demanda nacional tendía a moderar sus altos ritmos de crecimiento real y las exportaciones cobraban un mayor

(1) Las tasas interanuales mencionadas están calculadas sobre las series de ciclo-tendencia de la CNTR, salvo indicación en contrario.

GRÁFICO 1

Producto interior bruto



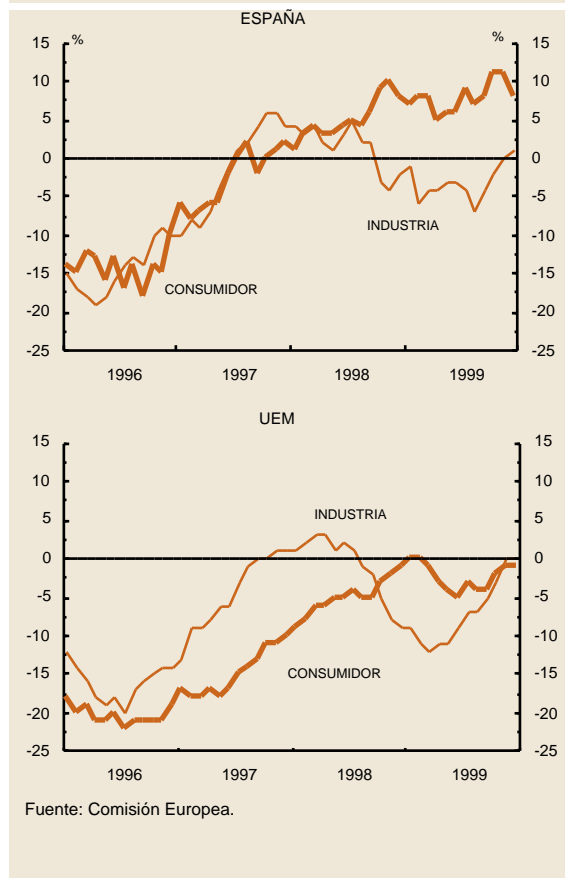
Fuentes: BCE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ciclo-tendencia.
 (b) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

protagonismo, arrastrando consigo a la actividad industrial, que había mantenido un tono deprimido al comienzo del año. Este patrón muestra ciertos rasgos diferenciadores con respecto al que está desarrollándose en la mayoría de las economías de la UEM. Así, la demanda exterior es el factor que lidera la recuperación en la zona, mientras que la demanda interna, sobre todo en Alemania y en Italia, muestra un mayor retraimiento y empieza a dar ahora los primeros signos de superar su pasada atonía. Parece, pues, que las diferencias cíclicas que se han registrado en los últimos años, como consecuencia de la fortaleza mostrada por la demanda nacional de la economía española y, posiblemente también, por un menor impacto de la crisis internacional en nuestras ventas al exterior, comienzan a mitigarse, aunque el protagonismo de la demanda interna en España sigue siendo considerablemente más elevado.

Resulta patente, por tanto, que la consolidación de un entorno exterior favorable está contribuyendo decisivamente en la recuperación del área del euro y sus efectos se están dejando sentir también en la economía española. La fortaleza que conserva la economía de Estados Unidos y la rápida recuperación de la zona del sudeste asiático son el soporte más importante del tono expansivo de la economía mundial, secundada por una mejora más incipiente e incierta de Japón y de las economías latinoamericanas. La continuidad de las alzas de los precios de los productos petrolíferos en los mercados internacionales constituye, sin embargo, un factor de riesgo cada vez más patente. La intensidad de las subidas, lejos de flexionar, como se esperaba, parece reavivarse al comienzo del

GRÁFICO 2

Indicadores de confianza



Fuente: Comisión Europea.

año actual y sus efectos se están transmitiendo, en el contexto de crecimiento de la actividad mundial señalado, a otros indicadores de precios.

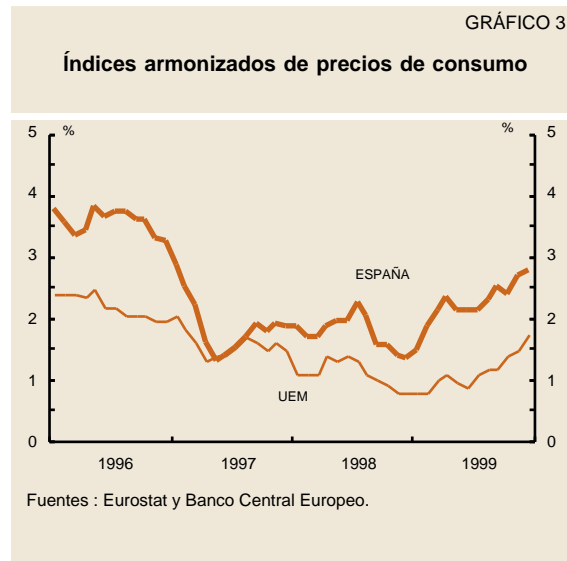
El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de los países de la UEM registró un repunte en la segunda parte del año, como consecuencia de la aceleración continuada de su componente energético —en un contexto de depreciación del tipo de cambio del euro— y de las alzas en los precios de algunos alimentos no elaborados. La tasa de crecimiento interanual del pasado mes de diciembre fue del 1,7 %, casi un punto porcentual superior a la registrada al comienzo del año (véase gráfico 3). Este empeoramiento de las expectativas sobre la evolución futura de los precios y su posible incidencia en el comportamiento de los salarios, la confirmación del mayor dinamismo del área —no exento, aún, de algunas dudas, hasta que se generalice la recuperación de la demanda interna— y la persistencia de unas condiciones monetarias holgadas, llevaron al Banco Central Europeo (BCE) a rebajar el tono estimulante de su política monetaria.

El 4 de noviembre, el Consejo de Gobierno anunció una subida de 50 puntos básicos del tipo de las operaciones principales de financiación, que pasó a situarse en el 3 %. A lo largo del cuarto trimestre, la trayectoria de los tipos de interés de los mercados monetarios estuvo marcada, primero, por esta decisión del Euro-sistema, y, después, por la incertidumbre con la que se contemplaba la transición al año 2000. Los tipos a más largo plazo respondieron a los cambios en las condiciones económicas internas ya reseñados, así como a los efectos de contagio del mercado de bonos norteamericanos. Por su parte, el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios siguió siendo elevado, a tenor con los niveles relativamente reducidos de tipos de interés y la mejora en las perspectivas de crecimiento del área.

En esta situación, las condiciones monetarias y financieras de la economía española continuaron ejerciendo un impulso expansivo durante el cuarto trimestre de 1999. Aunque los tipos de interés que las entidades de crédito aplican a su clientela comenzaron a aumentar a mediados de año, las subidas fueron modestas y, en su conjunto, los tipos de interés siguieron incentivando el endeudamiento frente al ahorro (véase gráfico 4). De hecho, se estima que la financiación a las familias y empresas no financieras aumentó un 17 % en el cuarto trimestre del año, lo que supone una ligera desaceleración con respecto a la trayectoria experimentada en los trimestres precedentes, mientras que los activos financieros líquidos continuaron aumentando a un ritmo más moderado.

En cuanto a la actividad del sector público, la evolución de las cuentas del Estado en los últimos meses del año ha seguido ajustándose a la senda de moderación prevista. El ejercicio se ha cerrado con un déficit de caja de 1.057 mm de pesetas, un 5,1 % menos que en 1998, registrando, tanto los ingresos como los gastos, tasas de crecimiento superiores a las inicialmente programadas. La contribución de las Administraciones Públicas (AAPP) a las rentas familiares en 1999 ha sido notable, debido al efecto de la reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas y, en menor medida, al comportamiento favorable de las prestaciones sociales.

En este entorno de recuperación de los mercados exteriores, crecimiento del empleo y condiciones monetarias holgadas, con unos tipos de interés reales que incentivan el gasto, las decisiones de los agentes económicos contribuyeron a que la economía española mantuviera un ritmo de crecimiento sostenido en 1999, tal como ha quedado reflejado en los párrafos anteriores. La fortaleza del gasto de los consu-

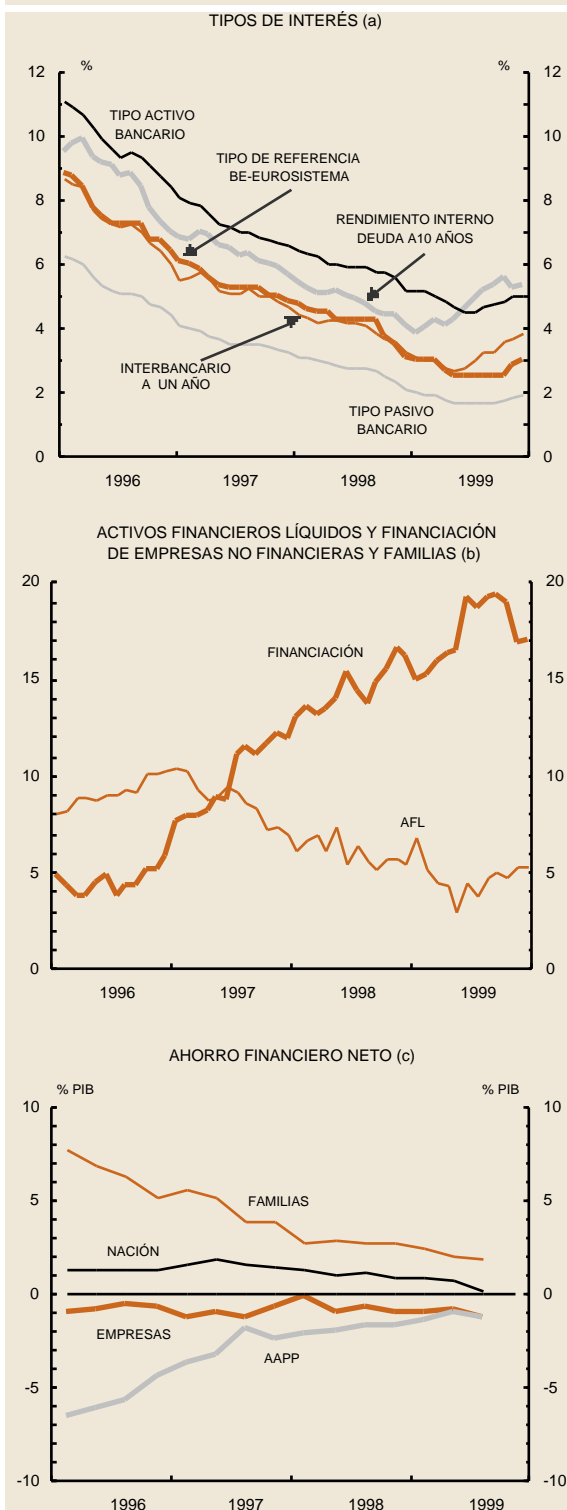


midores, cuyo incremento medio anual en términos reales podría incluso superar al de 1998, se ha sustentado en el crecimiento de la renta disponible, en los bajos tipos de interés reales y en el aumento de la riqueza, registrándose un moderado descenso en la tasa de ahorro. Conforme fue avanzando el año, las compras de algunos bienes duraderos tendieron a flexionar, entre ellos los automóviles, tras cuatro años de notable dinamismo. Los factores mencionados contribuyen a explicar también el incremento registrado en la inversión residencial privada, por lo que la capacidad de financiación de las familias experimentó un descenso considerable y aumentó su endeudamiento. De hecho, la estimación realizada en el marco de las cuentas financieras trimestrales del ahorro financiero neto de las familias para el tercer trimestre del año lo sitúan por debajo del 2 % del PIB, y no se estima que vaya a aumentar en el último trimestre. Este nivel es inferior al mínimo que se alcanzó en la segunda mitad de los ochenta, lo que es indicativo de las desahogadas condiciones financieras y de las perspectivas favorables que mantienen las familias (véase gráfico 2), en un entorno de crecimiento del empleo y reducción de la tasa de paro.

La desaceleración de la inversión en construcción durante los tres primeros trimestres de 1999 —que se ha prolongado durante el cuarto trimestre— está vinculada, principalmente, al comportamiento de la obra pública; a pesar de ello, su crecimiento medio anual superará ampliamente el registro del año 1998. En cuanto a la inversión en equipo, los indicadores disponibles muestran que habrá terminado el año con una fortaleza considerable, aunque con tendencia a moderar su ritmo de crecimiento, un rasgo común, como ya se ha dicho, de la mayoría de los indicadores de la demanda na-

GRÁFICO 4

Indicadores financieros de la economía española



Fuente: Banco de España.

- (a) Las series son medias de datos diarios.
- (b) La financiación incluye el crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes y no residentes y los valores de renta fija.
- (c) Datos acumulados de cuatro trimestres.

cional. La buena situación que atraviesan las empresas, con altas tasas de rentabilidad del activo y unos costes de financiación decrecientes todavía —como consecuencia de la influencia de los descensos de tipos registrados en el pasado—, así como la necesidad de mejorar la eficiencia del aparato productivo para desenvolverse en un entorno cada vez más competitivo, son algunas de las razones que explican la persistencia de este ciclo inversor, que no ha supuesto, al contrario de lo que ocurría con las familias, descensos importantes en el ahorro financiero neto de las empresas.

Ya se ha señalado la firmeza que ha mantenido el crecimiento del empleo a lo largo del año, y su tendencia a la desaceleración parece haberse atenuado en los últimos meses. El aumento estimado para la productividad aparente del trabajo vuelve a ser anormalmente bajo, por segundo año consecutivo, aunque se ha recuperado ligeramente y se espera que lo siga haciendo en los próximos trimestres. La ligera moderación que se ha producido en los costes unitarios laborales no se debe, por tanto, a ganancias en la productividad, sino a la contención experimentada por los salarios, estimándose que las remuneraciones por empleado habrán aumentado en torno al 2,5 % en el promedio del año.

El índice de precios de consumo (IPC) terminó el año con una tasa de crecimiento interanual del 2,9 % (2,8 % en términos del índice armonizado), debido, básicamente, al aumento experimentado por los precios de los productos petrolíferos, así como por el de algunos productos alimenticios, en un marco de persistente dinamismo de la demanda interna y abundante financiación del gasto. Otros componentes, como los servicios y los bienes industriales no energéticos redujeron su ritmo de variación durante el año, aunque menos de lo esperado. El diferencial entre el crecimiento del índice armonizado español (IAPC) y el de los países de la UEM, que había llegado a alcanzar 1,3 puntos en el mes de septiembre, ha quedado situado al final del año en un punto. El aumento del diferencial ha sido especialmente intenso en los productos alimenticios y, en menor medida, en los bienes industriales, mientras que se ha corregido ligeramente en los servicios. Las presiones de los precios energéticos se han hecho patentes en otros indicadores de precios, como los índices de valor unitario de las importaciones y los precios industriales al por mayor (IPRI), y han vuelto a agravarse al comienzo del año actual.

En el último informe trimestral se llamó la atención sobre el peligro de que estas tensiones de precios, que, en principio, deberían te-

ner un carácter transitorio, terminen incorporándose en las negociaciones salariales y adquirieran un carácter permanente, que dañe la competitividad de la economía. En un momento en el que los mercados internacionales están registrando una considerable expansión, la economía española debe dirigir todos sus esfuerzos a consolidar un patrón de crecimiento en el que las exportaciones, y la inversión, constituyan su principal elemento dinamizador. La persistencia de diferenciales de inflación con los países de la UEM, el fuerte aumento experimentado por el déficit exterior en 1999 —que ha supuesto, después de varios años, la vuelta a un saldo negativo de la balanza corriente y de capital, expresión de la escasez de ahorro en la economía— y el bajo crecimiento de la productividad son factores que muestran con claridad hacia dónde deben dirigirse las medidas y las decisiones de política

económica: mantener el tono de expansión de la demanda interna en línea con la capacidad de respuesta de la oferta.

En este sentido, los resultados logrados en la reducción del déficit público en 1999 y los objetivos incorporados en la actualización del programa de estabilidad presentado por el Gobierno avanzan en esta dirección. La consolidación de un escenario de crecimiento estable ayudará, sin duda, al logro de estos objetivos, aunque deben ser los esfuerzos renovados en la contención del gasto los que continúen orientando la estrategia de política fiscal. Por su parte, se debe profundizar en las reformas estructurales orientadas a la liberalización de la economía, para ampliar las posibilidades de satisfacer la mayor demanda sin incurrir en desajustes de precios y costes ni sufrir una erosión de la competitividad.

2. El entorno exterior de la zona del euro

En el cuarto trimestre de 1999, el entorno exterior del área del euro prolongó la recuperación económica iniciada en los meses centrales del año. El fuerte ritmo de crecimiento que ha mantenido la actividad económica en Estados Unidos, la fortaleza de la demanda interna del Reino Unido, la vigorosa recuperación del conjunto de las economías del sudeste asiático y, finalmente, la estabilización de las condiciones financieras en América Latina han favorecido la propagación del clima de bonanza económica a otras áreas, cuyo ciclo económico se encuentra más rezagado. En este contexto de mayor crecimiento económico, la inflación se mantuvo en niveles, en general, reducidos, aunque con un perfil ascendente, propiciado por la transmisión del elevado crecimiento del precio del petróleo a los precios de producción y de consumo y por las tensiones que están mostrando algunos mercados de trabajo.

Según los datos de contabilidad nacional de Estados Unidos, el PIB experimentó en el tercer trimestre un crecimiento interanual del 4,3 %, ligeramente superior al de los dos trimestres anteriores, debido tanto a la mayor fortaleza de todos los componentes de la demanda interna (véase gráfico 5) como a una menor contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto. El avance de la demanda mundial, en un contexto de estabilidad del tipo de cambio efectivo real del dólar, facilitó la evolución favorable de las ventas al exterior. La información disponible para el cuarto trimestre de 1999 señala que el dinamismo mostrado por la economía estadounidense en la primera parte del año se mantuvo e incluso acrecentó en los últimos meses. Estando ya cerrada la edición de este Boletín, se ha publicado el avance de los datos de crecimiento del PIB del cuarto trimestre (5,8 % en tasa intertrimestral anualizada), que confirman las tendencias señaladas. Deben destacarse, en este sentido, la evolución positiva de los indicadores de consumo, el repunte de la producción industrial en el cuarto trimestre del año y el fuerte aumento del empleo asalariado no agrícola en diciembre.

No obstante, en el tercer trimestre de 1999, el intenso deterioro de la relación real de intercambio contrarrestó la favorable evolución de las exportaciones reales, ocasionando un empeoramiento adicional de la balanza comercial en dicho período con respecto a los trimestres precedentes, hasta alcanzar un déficit de 72,1 mm de dólares. El déficit por cuenta corriente correspondiente al tercer trimestre de 1999 supuso una cifra récord de 89,9 mm de dólares, que representa un 3,9 % del PIB (véase gráfico 7). Para los tres primeros trimestres de 1999, el déficit corriente acumulado se elevó hasta el -3,5 % del PIB, un punto superior al

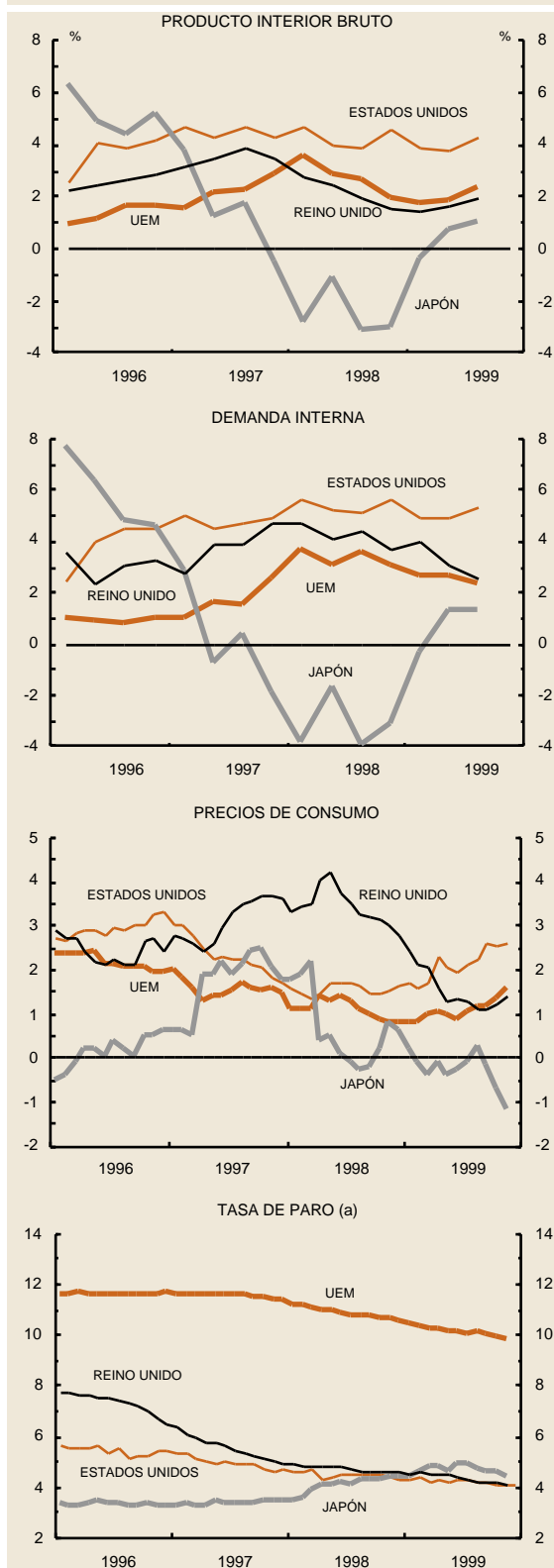
del mismo período de 1998 (-2,5 %). En el cuarto trimestre del año, la aproximación que se está produciendo entre las tasas de crecimiento de la demanda interna de Estados Unidos y del resto del mundo debe favorecer la corrección futura del desequilibrio comercial y por cuenta corriente de la economía norteamericana.

Tanto los precios de consumo como los precios de producción —con información hasta noviembre en este último caso— mostraron una gran estabilidad en el cuarto trimestre de 1999, que contrasta con el deterioro habido en los tres trimestres anteriores (ver gráfico 5). La tasa interanual del IPC de Estados Unidos se situó en diciembre en el 2,7 %, una décima por encima del registro alcanzado en septiembre, mientras que el índice que excluye los componentes energético y de alimentación creció en diciembre un 1,9 %, dos décimas menos que en septiembre. Por su parte, la información más reciente relativa a los costes salariales que recoge el indicador de ganancia media por hora (véase el recuadro 1) señala crecimientos interanuales en tasas próximas al 4 % en los meses de octubre y noviembre, sin mostrar una aceleración con respecto a los primeros meses del año, a pesar de percibirse signos de escasez de oferta de trabajo en diversas actividades laborales. En este sentido, la tasa de paro experimentó en el cuarto trimestre otro recorte adicional, situándose en el 4,1 %. No obstante, se espera que en los últimos meses del año se mantengan los fuertes aumentos de la productividad laboral que están aliviando la presión de los costes salariales sobre los precios, especialmente en los sectores relacionados con las nuevas tecnologías orientadas a la información y las comunicaciones.

En Japón, el PIB creció un 1 % en el tercer trimestre de 1999, en términos interanuales. Aunque esta tasa fue ligeramente superior a la del trimestre anterior (0,7 %), sigue evidenciando la lentitud del proceso de recuperación iniciado a principios de 1999. La aceleración de la actividad fue, sobre todo, el resultado de una contribución menos negativa de la demanda exterior neta derivada del elevado crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios, ya que las importaciones también ganaron fortaleza. El empuje de la demanda externa en el tercer trimestre de 1999 vino favorecido por la rápida recuperación de los mercados asiáticos en el pasado año y por el dinamismo importador de la economía estadounidense, ya que la apreciación sufrida por el yen en el segundo semestre de 1999 está acarrearando una importante pérdida de competitividad a la economía japonesa (véase gráfico 7). El débil pulso de la demanda interna refleja la persistencia de una cierta cautela de los consumidores y la situación de reestructuración y saneamiento financiero e industrial que atraviesa el país.

GRÁFICO 5

Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variación interanual



Fuentes: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.
(a) Porcentaje de la población activa.

Los indicadores disponibles para el último trimestre de 1999 confirman la lenta recuperación de la demanda interna y el empuje del sector exportador. La tasa de paro ha registrado una evolución moderadamente descendente, y en el terreno de los precios persisten tensiones de signo deflacionista, con caídas interanuales de los precios de consumo en el último trimestre de 1999, hasta situarse la inflación en $-1,2\%$ en el mes de noviembre. Por su parte, los precios industriales también han continuado registrando descensos interanuales, aunque estos se han moderado en los últimos meses.

En cuanto a las economías de la UE que actualmente no forman parte de la UEM, cabe destacar la progresiva mejora del ritmo de actividad en el Reino Unido durante el segundo semestre de 1999. En el tercer trimestre del pasado año el crecimiento económico se ha acelerado hasta registrar una tasa interanual del $1,9\%$, cuatro décimas superior a la tasa correspondiente a la primera mitad de 1999, debido a la contribución menos negativa del sector exterior. La información más reciente parece indicar que la favorable evolución de la actividad se ha prolongado a lo largo del cuarto trimestre de 1999. Por su parte, el mercado de trabajo muestra síntomas cada vez más evidentes de tensionamiento. Así, la tasa de paro se situó en un nuevo mínimo, 4% , en el mes de diciembre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de la remuneración de los asalariados creció un $5,1\%$ en octubre, superando en casi medio punto a la tasa media de los nueve primeros meses del año. No obstante, los principales indicadores de la evolución de los precios de consumo no señalan repuntes significativos de la tasa de inflación, si bien los precios de producción continúan aumentando a tasas crecientes.

En cuanto a la mejora de las economías del sudeste de Asia, los datos disponibles del tercer trimestre de 1999 confirmaron la recuperación general del ritmo de actividad económica. Esta parece particularmente sólida en economías como Corea del Sur, Malasia y Singapur, que tuvieron crecimientos interanuales superiores al 12% , 8% y 6% , respectivamente, en dicho período. La previsión media de crecimiento para el año 1999 se sitúa, en el conjunto del área, en torno al 5% , ligeramente por encima de las estimaciones disponibles a mediados del pasado año.

Finalmente, por lo que se refiere al área de América Latina, a lo largo del segundo semestre del pasado año un buen número de países se encontraban todavía en situación de recesión económica, con lo que 1999 se cerrará, previsiblemente, con un descenso del PIB agregado

del área. Brasil ha venido experimentando una moderada tendencia a la recuperación, que permitirá, según las previsiones disponibles, alcanzar un crecimiento situado entre el 0% y el 1% en el conjunto de 1999. Argentina, sin embargo, sigue sumida en una fuerte recesión, como lo ilustra la caída interanual del PIB del $4,1\%$ en el tercer trimestre del pasado año. Solo México, entre las principales economías del área, registró una expansión significativa, con una tasa de crecimiento, en términos interanuales, del $4,6\%$ en el tercer trimestre de 1999, gracias al fuerte efecto de arrastre de la economía de Estados Unidos. No obstante, la relativa estabilidad de los mercados financieros en el segundo semestre de 1999 favorece la superación de la recesión que ha sufrido esta área en 1999. En concreto, ha tenido lugar un paulatino proceso de reducción de los tipos de interés a largo plazo del área, avances perceptibles en los índices bursátiles en buena parte de las economías y una menor volatilidad en la evolución de los tipos de cambio. Por último, cabe reseñar que el Gobierno de Ecuador —enfrentado a una profunda recesión, acompañada por un hundimiento de su divisa con relación al dólar— ha propuesto la sustitución de su moneda nacional por el dólar, en un clima de gran inestabilidad política.

Lo más destacable con respecto a la evolución de las políticas fiscales en los últimos meses de 1999 es el efecto que está teniendo la fortaleza de la actividad económica de Estados Unidos sobre el saldo presupuestario federal, situándose las previsiones del superávit financiero de las Administraciones Públicas para el conjunto de dicho año próximas al $1,5\%$ del PIB. En Japón, por el contrario, las previsiones recientes para 1999 apuntan a un elevado déficit público, del orden del 7% al 8% del PIB, acompañado por un fuerte aumento del nivel de deuda pública bruta, que podría situarse en torno al $110-120\%$ del PIB. A finales de noviembre último, el Gobierno de Japón aprobó un nuevo paquete fiscal suplementario —que tendrá efectos a partir del primer trimestre del año actual— por un valor total de 18 billones de yenes, de los que 6,8 billones representan programas de gasto público.

A lo largo del cuarto trimestre de 1999, las políticas monetarias de Estados Unidos y del Reino Unido registraron una nueva fase de tensión. La Reserva Federal decidió, el 16 de noviembre último, elevar en un cuarto de punto sus dos principales tipos de referencia, situando el objetivo de fondos federales y el tipo de descuento en el $5,5\%$ y el 5% , respectivamente. El Banco de Inglaterra elevó también en un cuarto de punto el tipo básico el pasado 4 de noviembre, volviendo a efectuar una subida si-

RECUADRO 1

Costes salariales y productividad en Estados Unidos

La ausencia de tensiones inflacionistas que viene caracterizando la actual fase expansiva en Estados Unidos está propiciando el escrutinio cuidadoso de la evolución de los salarios y de la productividad en la economía. No obstante, existe una gran confusión a la hora de valorar la trayectoria de los costes salariales, ya que existen diversos indicadores elaborados con metodologías y alcances heterogéneos que ofrecen información no siempre coincidente. Es por ello que tiene sentido enumerar los principales indicadores de costes salariales de la economía norteamericana, señalando sus características más importantes

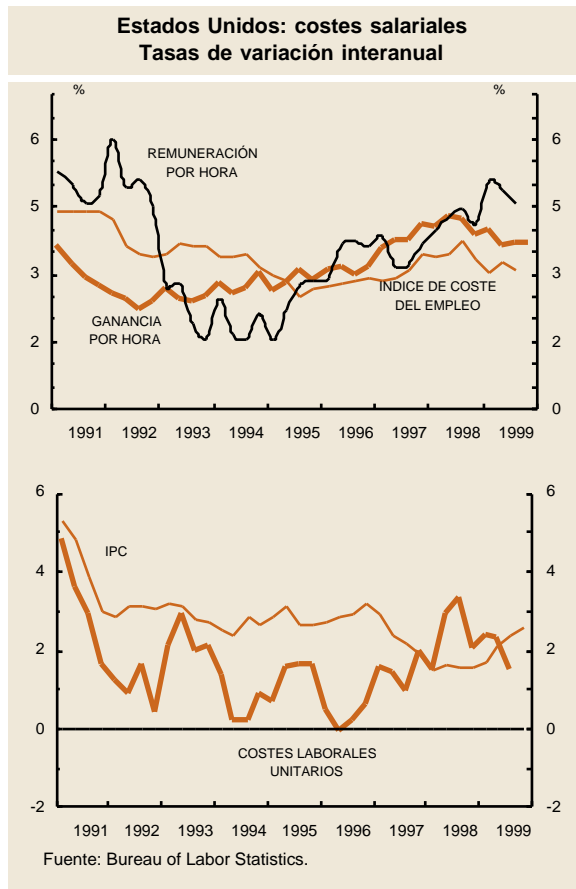
En Estados Unidos existen tres fuentes estadísticas básicas sobre costes laborales: la *ganancia media por hora* (mensual), que procede del «informe de empleo»; el *índice de coste del empleo* (trimestral), que se publica dentro del «programa de tendencias del coste del empleo»; y, por último, la *remuneración por hora* (trimestral), que se incluye dentro del «informe de productividad». Hay, en sus contenidos y elaboraciones, notables diferencias metodológicas, que se resumen a continuación y se ilustran en el cuadro adjunto.

La serie mensual de *ganancia media por hora* se obtiene a partir de la encuesta mensual que realiza el Bureau of Labour Statistics. La serie se refiere a los trabajadores en nómina, sin funciones de dirección o supervisión, de *empresas privadas no agrícolas*. Se mide en términos brutos —antes de cualquier deducción o retención— y no incluye pagos por comisiones, bonificaciones, ni cualquier pago no salarial, a menos que se realice de manera regular. Además, se publica en niveles, esto es, en número de dólares por hora. Esta serie abarca, aproximadamente, el 82 % del empleo privado y el 68 % del empleo total; tiene una cobertura laboral más reducida que las otras dos, pero ofrece la ventaja de que, al publicarse mensualmente, puede tomarse como un indicador adelantado de la tendencia de las presiones salariales.

La serie trimestral del *índice de coste del empleo* también se obtiene a partir de una encuesta. Incluye una serie de pagos regulares (sueldos y salarios, comisiones ligadas a productividad), que comprenden el 70 % del índice, e irregulares (bonificaciones, horas extras, contribución a planes de pensiones, seguros privados y obligatorios), que abarcan el 30% del índice restante. La cobertura poblacional de este indicador es la más amplia de los tres considerados, ya que hace referencia tanto al *sector privado* como al *sector público*: representa aproximadamente al 95 % del empleo total.

La *remuneración por hora* es el coste global que le supone al empresario el trabajo de sus empleados. Incluye, por tanto, los sueldos y salarios, suplementos (todo tipo de permisos pagados, bonificaciones, pagos por incentivos, descuentos a los empleados...) y las contribuciones de los empresarios a los planes sociales de los empleados (seguros médicos, de vida, de desempleo...). La cobertura poblacional es el *sector privado no agrícola*, y se estima a partir de la información proporcionada por el PIB desde la óptica de las rentas. La serie de remuneración por hora tiene ciertas ventajas sobre las otras dos: está basada en la Contabilidad Nacional, por lo que es coherente con el resto de agregados que se publican en el marco de las cuentas nacionales, e incluye más conceptos salariales. Por otro lado, tiene también algunas desventajas: contiene menos cobertura de población que el índice de coste del empleo, y se publica con un cierto retraso sobre las otras dos. Al dividir la serie anterior de remuneración por hora por la de productividad por hora (obtenida sobre las series de producción de la Contabilidad Nacional), se obtiene la serie de *costes laborales unitarios* (CLU).

En el gráfico superior se presenta la evolución en los últimos años de los tres indicadores de costes salariales considerados. La interpretación de la evolución de los costes laborales que se desprende del seguimiento de uno u otro indicador puede diferir notablemente. En efecto, tanto la serie de remuneración por horas como el índice de coste de empleo muestran una desaceleración de los costes salariales en la primera mitad de la década de los noventa que revierte a partir de 1995. La serie de ganancia media por hora, sin embargo, señala un incremento gradual de los costes salariales a lo largo del mismo período. Por otra parte, la serie de ganancia por hora y el índice del coste del empleo ofrecen una perspectiva más favorable de los costes salariales desde finales de 1998 que la serie de remuneración por hora. En el gráfico inferior se representa la variación de los costes laborales unitarios y del IPC. Los aumentos de productividad, con tasas cercanas al 3 % interanual, desde 1996, han sido insuficientes para compensar los aumentos salariales, de forma que los CLU han registrado tasas de variación positivas a partir de esa fecha, aunque inferiores, hasta principios de 1998, a la tasa de inflación medida por el índice de precios de consumo. Tras un período de crecimiento de los costes unitarios del trabajo superior a la tasa de inflación en 1998, la aceleración de la productividad en el pasado año ha permitido que los salarios reales crezcan a tasas inferiores a la producción unitaria, mitigando de este modo la presión de los salarios sobre los precios.



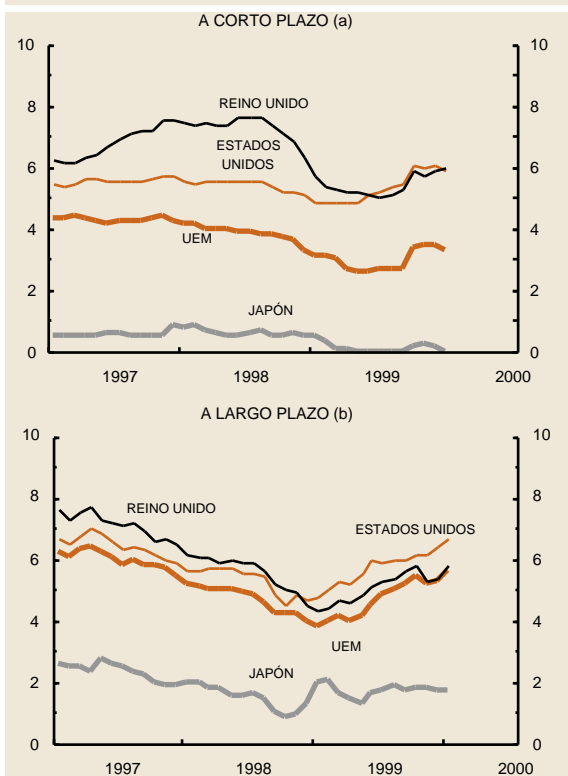
Cobertura salarial
Componentes incluidos en cada epígrafe

	Ganancia media por hora (a)	Índice de coste del empleo	Remuneración por hora
COMPONENTES:			
Sueldo base y salarios	x	x	x
Complementos	x	x	x
Horas extras	x	x	x
Permisos pagados	x	x	x
Propinas			x
Pagos por productividad y pagos extraordinarios		x	x
Indemnizaciones por despido		x	x
Pagos por vivienda, retenciones y pagos diferidos			x
Stock options			x
Pagos en especie			x
Contribuciones a planes de pensiones y seguros	x	x	x
Seguros de incapacidad laboral			x

Fuente: Bureau of Labor Statistics.
(a) La serie mensual de ganancia media por hora puede incluir algún concepto no salarial adicional, si se realiza su pago de forma regular.

GRÁFICO 6

Tipos de interés



Fuente: Banco de España.

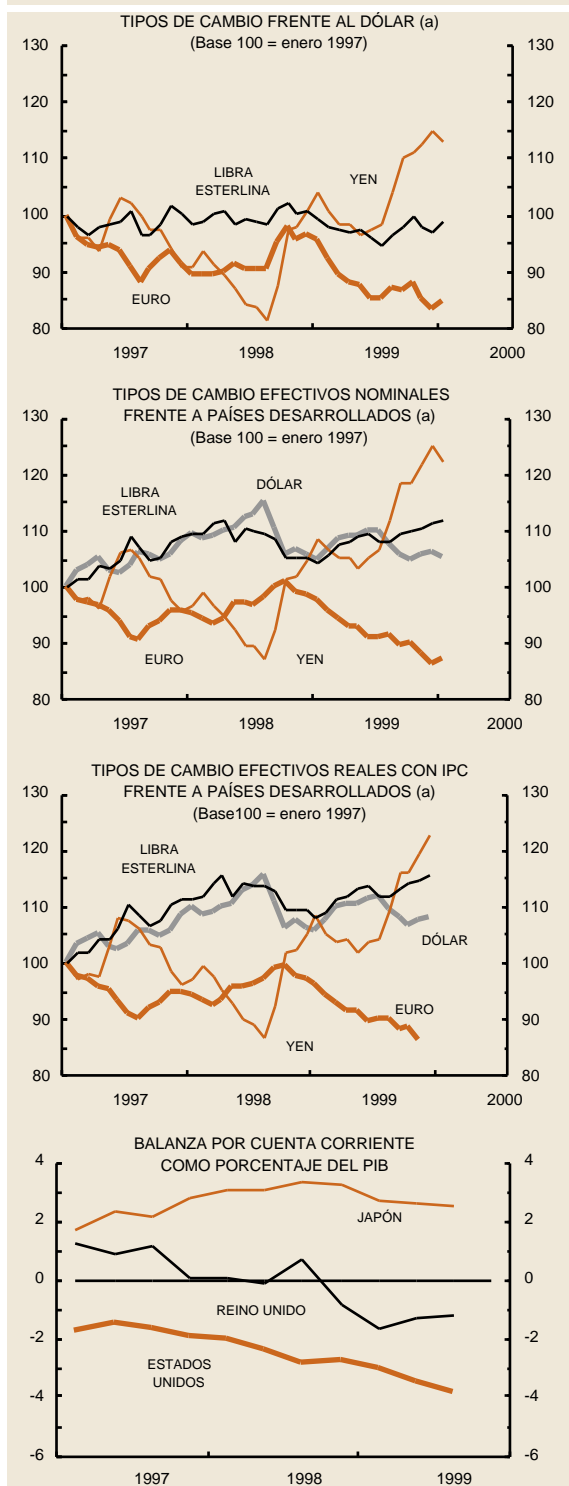
(a) Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países. En 1999 y 2000: EURIBOR a tres meses.

(b) Rendimientos de la deuda pública a diez años. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países.

milar el día 13 de enero de 2000, con lo que su tipo principal quedó finalmente situado en el 5,75 %. Por su parte, el Banco de Japón ha proseguido con su política de tipos de interés próximos a cero, manteniendo el tipo de descuento en el 0,5 %, en tanto que el tipo de intervención diario se sitúa en el 0,15 % desde el cuarto trimestre del pasado año. En los mercados internacionales de bonos, las condiciones favorables de la economía norteamericana y los signos de presiones inflacionistas latentes han ocasionado un repunte significativo de los tipos de interés a largo plazo (ver gráfico 6). Desde el comienzo del último trimestre de 1999, los rendimientos de los bonos a 10 años en Estados Unidos se han elevado en casi medio punto porcentual, hasta el nivel del 6,65 % a comienzos de enero del 2000. Esta tendencia, que se ha extendido también a los mercados europeos, no se ha visto reflejada en Japón, donde los tipos de la deuda a diez años se han mantenido estables. Los mercados bursátiles, por su parte, han evolucionado favorablemente:

GRÁFICO 7

Tipos de cambio y balanzas por cuenta corriente



Fuentes: Banco de España, BPI y estadísticas nacionales.

(a) La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente al dólar o al resto de monedas que componen la agrupación, y viceversa.

(b) La línea «euro» se corresponde, hasta 1999, con un indicador aproximado elaborado por el BPI a partir de los tipos de cambio efectivos de los países del área del euro.

los índices de las bolsas de Nueva York y Tokio han registrado aumentos acumulados en el cuarto trimestre de 1999 próximos al 11 % y 7 %, respectivamente, y han mantenido una gran estabilidad en las primeras semanas de enero.

En los mercados de divisas, la pérdida de valor del dólar frente al yen y su apreciación frente al euro han sido las notas dominantes en el cuarto trimestre del año. Entre septiembre y diciembre del pasado año el dólar se depreció un 4,1 % (ver gráfico 7) con relación al yen y se apreció un 3,9 % frente al euro. No obstante, en la primera quincena de enero, el dólar revirtió su tendencia reciente, recuperándose con respecto al yen y depreciándose con respecto al euro, aunque este último movimiento ha sido

transitorio, ya que el 20 de enero el tipo de cambio del dólar/euro volvía a situarse muy próximo a la paridad. En términos efectivos nominales, durante el cuarto trimestre de 1999 el dólar mostró un alto grado de estabilidad frente al conjunto de las divisas de los países desarrollados, que contrasta notablemente con la importante pérdida de competitividad nominal y real de la moneda nipona. Así, mientras que el dólar experimentó una ligera apreciación del 0,2 % en el cuarto trimestre, el yen —continuando la senda de evolución alcista iniciada a finales del segundo trimestre de 1999— se apreció en términos efectivos un 5,7 % frente a los países desarrollados en ese mismo período. Por último, a petición de las autoridades griegas, la paridad central de la dracma con respecto al euro fue revaluada un 3,5 %.

3. El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

3.1. Evolución económica

A lo largo de los últimos meses de 1999 la actividad económica del área del euro ha experimentado un impulso adicional. La mejora del entorno exterior y la evolución del tipo de cambio del euro han propiciado la revitalización de las exportaciones de la zona. Sin embargo, la trayectoria reciente de la inflación en el área refleja de forma más intensa los efectos de la elevación de los precios del petróleo al agotarse el efecto compensador que venía ejerciendo la evolución de otros componentes.

De acuerdo con las estimaciones más recientes elaboradas por Eurostat (véase gráfico 8), en el tercer trimestre de 1999 el crecimiento del PIB en el área del euro fue del 2,3 % en tasa interanual, notablemente superior a la tasa media registrada en el primer semestre del año (1,7 %). En términos de tasas intertrimestrales, el crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 1999 ha supuesto la prolongación del proceso de recuperación que la zona del euro había iniciado a principios de 1999.

La fortaleza de la actividad económica en el tercer trimestre de 1999 (ver gráfico 8) fue fundamentalmente el resultado del sensible aumento de la aportación de las exportaciones netas al crecimiento del producto, que en términos interanuales ha pasado a ser positiva (0,1 puntos porcentuales), después de cinco trimestres de contribución negativa. Las contribuciones del consumo privado y del consumo público también aumentaron ligeramente, mientras que cayó moderadamente la de la formación bruta de capital fijo. Por su parte, la aportación negativa de la variación de existencias, tanto en términos intertrimestrales como interanuales, debe atribuirse al retraso temporal con el que las decisiones de producción han podido reaccionar ante aumentos de la demanda.

En los países para los que se conoce el detalle por componentes de los resultados de contabilidad nacional del tercer trimestre (Alemania, Francia, Italia, España y Finlandia) se constata la recuperación generalizada de las exportaciones, sobre todo en términos intertrimestrales. Alemania e Italia, aunque han experimentado una notable aceleración de la actividad, continúan siendo los países que han presentado aumentos más modestos del PIB (1,3 % y 1,2 % en tasa interanual, respectivamente), lo que se debe al escaso dinamismo de la demanda interna en ambos países.

Los indicadores disponibles sobre la evolución del área del euro en el cuarto trimestre de 1999 (véase gráfico 9) coinciden, en su mayor parte, en subrayar la tendencia de reactivación

observada en meses anteriores. Así, el indicador de confianza industrial ha alcanzado a finales de año una cota superior a la media de los diez años precedentes, destacando de forma especial el aumento sostenido de las carteras de pedidos, tanto total como exteriores. La producción industrial del área, cuya evolución se conoce hasta octubre, refleja una suave aceleración, en respuesta —acaso algo rezagada— al aumento de los pedidos. Con respecto a los indicadores de consumo, destaca la favorable evolución tanto del indicador de confianza de los consumidores, que se situó en los últimos meses de 1999 en niveles prácticamente iguales al máximo histórico alcanzado en el primer trimestre, como la del indicador de ventas al por menor en el mes de octubre.

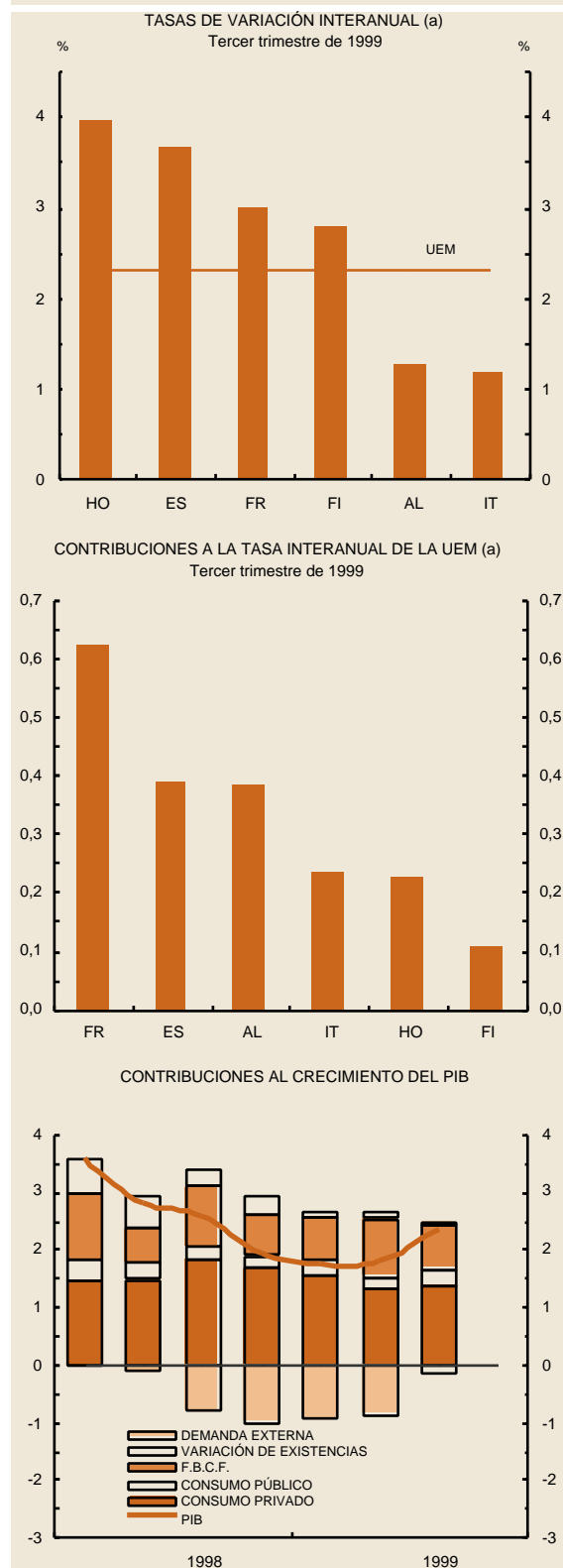
En el mercado de trabajo, el ritmo de creación de empleo no recoge todavía el mayor pulso de la actividad económica a lo largo de 1999. Así, el crecimiento interanual del empleo fue del 1,4 % en el tercer trimestre, una décima inferior a la del trimestre anterior y dos décimas menos que en el conjunto de los tres primeros meses del año. Ello ha supuesto una importante recuperación de la productividad aparente del trabajo en el tercer trimestre de 1999, tras haber alcanzado tasas de crecimiento próximas a cero en los trimestres precedentes. No obstante, la tasa de paro ha continuado disminuyendo moderadamente, hasta situarse en el 9,8 % de la población activa en noviembre. Por su parte, los costes salariales, medidos por el índice de costes laborales, muestran una aceleración gradual desde mediados de 1998, lo que se ha reflejado en que dicho índice creciese, en el tercer trimestre de 1999, un 2,2 % interanual, dos décimas por encima del incremento experimentado en el primer semestre del año pasado.

En octubre de 1999, el área del euro alcanzó un superávit comercial de 6,9 mm de euros (2 mm de euros en septiembre), como resultado de una aceleración de las exportaciones (9 % en tasa interanual, frente al 6 % en septiembre) y del mantenimiento del ritmo de crecimiento de las importaciones (10 % en septiembre y octubre). En el tercer trimestre del año, la balanza por cuenta corriente del área registró un superávit de 7,8 mm de euros (15,5 mm de euros en el mismo período de 1998). La balanza de servicios, por su parte, presentó en el tercer trimestre un déficit de 1,6 mm euros, frente al déficit de 0,4 mm en el mismo período del año anterior.

Los indicadores más representativos de la evolución de los precios en la economía del área del euro han mostrado un deterioro a lo largo del cuarto trimestre, motivado, en gran medida, por la trayectoria alcista del precio del

GRÁFICO 8

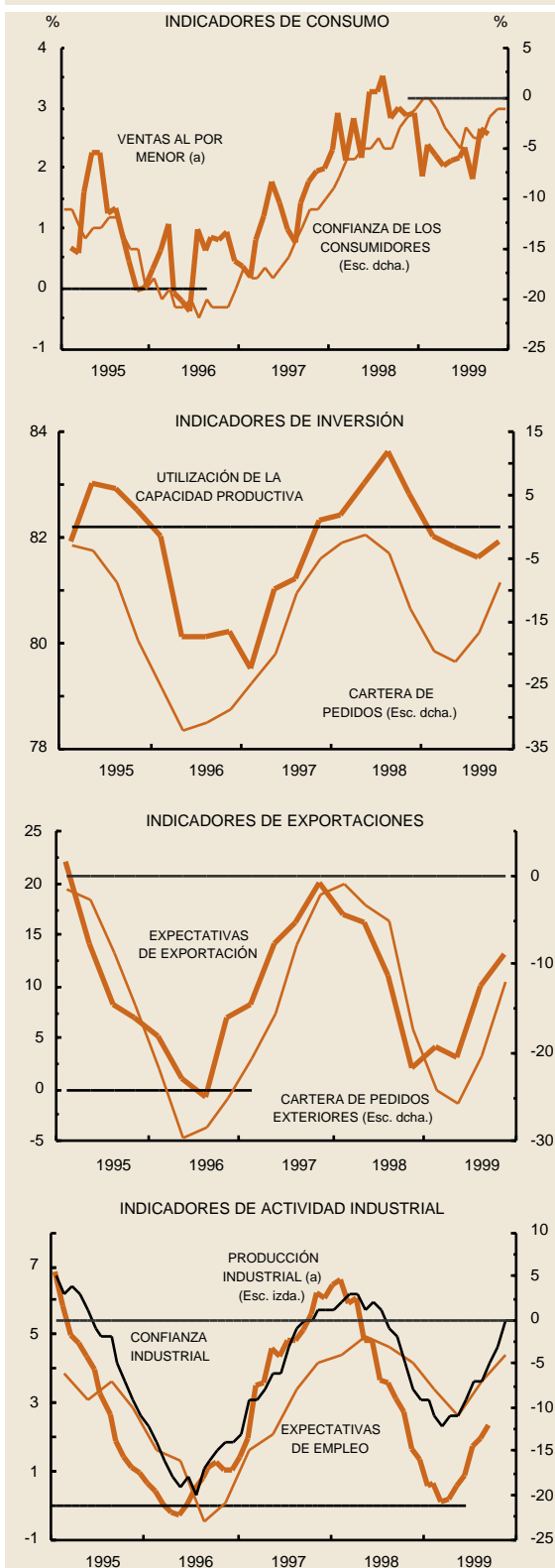
PIB en la UEM



Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.
(a) No se incluyen Bélgica, Irlanda, Luxemburgo, Austria y Portugal, por no disponerse de contabilidad nacional trimestral.

GRÁFICO 9

UEM. Indicadores reales



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

crudo en los mercados internacionales (145 % de aumento entre febrero y diciembre de 1999), por la depreciación del euro frente al dólar (16 % en el transcurso del año) y por la reversión de la tendencia de caída de los precios de los alimentos. La tasa de variación interanual del IAPC del área alcanzó el 1,7 % en el mes de diciembre, cinco décimas por encima de la de septiembre (véase gráfico 10). El deterioro del índice de bienes a lo largo del año y la suave mejora del de servicios han favorecido la convergencia entre las tasas de crecimiento de ambos componentes del IAPC, que, en términos interanuales, han sido en diciembre del 1,8 % y del 1,5 %, respectivamente. Dentro del agregado de bienes, tanto el índice de bienes alimenticios como el de bienes industriales experimentaron un deterioro adicional a lo largo del cuarto trimestre, provocado, en mayor medida, por la desfavorable evolución de los bienes alimenticios no elaborados en el primer caso, que pasó de crecer el -1,2 % en septiembre al -0,3 % en diciembre, y por el repunte de los precios energéticos en el segundo, que creció a una tasa interanual en diciembre del 10,2 %, casi cuatro puntos superior a la de septiembre. Por último, el crecimiento del resto de componentes del agregado de bienes permaneció prácticamente estable entre septiembre y diciembre. Excluyendo el registro de Irlanda, los últimos datos del IAPC mantienen una reducción gradual de la dispersión de las tasas de inflación de los distintos países del área euro, en un contexto de elevaciones de los valores máximo y mínimo desde agosto. Por su parte, el índice de precios industriales prolongó en el cuarto trimestre el proceso de aceleración que viene mostrando desde el inicio de 1999, alcanzando una tasa de variación interanual del 3 % en noviembre, que contrasta con las tasas negativas que había venido experimentando desde el segundo trimestre de 1998 hasta julio de 1999.

Las perspectivas inflacionistas apuntan a nuevos aumentos en los primeros meses del presente año, que deberán revertirse posteriormente. No obstante, existen algunos riesgos que pueden propiciar una cierta persistencia de las alzas de precios. En concreto, al riesgo de que el precio del petróleo no modere su trayectoria a partir de la próxima primavera se añade la posibilidad de que la transmisión a precios finales del encarecimiento del crudo en origen se intensifique en los próximos meses, en un contexto de fortaleza de la demanda final. Por otro lado, no se vislumbran circunstancias que tiendan a moderar la evolución alcista de los precios agrícolas de los últimos meses, por lo que no parece que el componente alimenticio del IAPC pueda seguir aminorando, como ha hecho hasta el tercer trimestre de 1999, los efec-

CUADRO 1

**Saldo de las Administraciones Públicas de los países del área de la UEM
(en % del PIB)**

	1995	1996	1997	1998	1999 (a)
Bélgica	-3,8	-3,1	-1,6	-0,9	-1,0
Alemania	-3,3	-3,4	-2,7	-2,1	-1,9
España	-7,1	-4,5	-2,5	-1,7	-1,6
Francia	-4,9	-4,1	-3,0	-2,9	-2,2
Irlanda	-2,1	-0,2	1,0	2,4	3,2
Italia	-7,7	-6,6	-2,7	-2,7	-2,4
Luxemburgo	1,8	2,8	3,8	2,5	1,7
Países Bajos	-4,1	-1,8	-1,0	-0,7	-0,5
Austria	-5,1	-3,7	-1,8	-2,2	-2,0
Portugal	-5,7	-3,3	-2,5	-2,2	-1,8
Finlandia	-4,6	-3,1	-1,2	1,0	2,5
PRO MEMORIA:					
UEM					
Saldo primario (b)	0,7	1,3	2,5	2,4	
Saldo total (b)	-5,0	-4,1	-2,5	-2,1	
Deuda pública	74,8	76,1	75,4	73,6	

Fuentes: Comisión Europea y BCE (hasta 1998).
(a) Saldos notificados a la Comisión en el marco del procedimiento de déficit excesivos.
(b) Déficit (-) / superávit (+).

tos de la evolución del componente energético sobre el índice general. Además, existe el riesgo de que la coincidencia de las negociaciones de los convenios colectivos con el repunte transitorio de los precios dé lugar a aumentos salariales que no favorezcan el mantenimiento de tasas reducidas de inflación. Como contrapartida, cabe esperar que continúe el efecto moderador sobre el curso de los precios de las políticas de desregulación y liberalización en los mercados de bienes, servicios y factores llevados a cabo en los últimos años.

De acuerdo con las notificaciones a la Comisión Europea que los Estados miembros realizaron en el mes de septiembre de 1999, en el marco del procedimiento de déficit excesivo, la mayor parte de los países cumplirán con los objetivos para 1999 contenidos en sus programas de estabilidad originales, ayudados por la expansión de los ingresos impositivos a un ritmo mayor del previsto (véase cuadro 1). Sin embargo, pueden existir pequeños deslizamientos en Austria e Italia; en este segundo país, se espera que el déficit se sitúe finalmente entre la cifra prevista en su programa de estabilidad —el 2 % del PIB— y el objetivo revisado del 2,4 % del PIB anunciado por las autoridades italianas en la primavera del pasado año.

Los planes presupuestarios para el año 2000 indican que el proceso de consolidación fiscal continuará durante este año en gran parte de los países del área. En muchos casos, los objetivos perseguidos son más ambiciosos que los

recogidos en sus programas de estabilidad originales. Así, en Alemania y Francia, los déficit programados para el ejercicio actual ascienden al 1,25 % y 1,8 % del PIB, respectivamente, frente al 2 % contenido en los programas presentados el pasado año. En Italia, el presupuesto persigue alcanzar exactamente la meta fijada en el programa de estabilidad de 1998 (déficit del 1,5 % del PIB). Los mayores problemas para alcanzar los objetivos originales se encuentran en Austria, donde la elaboración del presupuesto sigue demorándose como consecuencia de las dificultades para la formación de un gobierno tras las elecciones del pasado otoño.

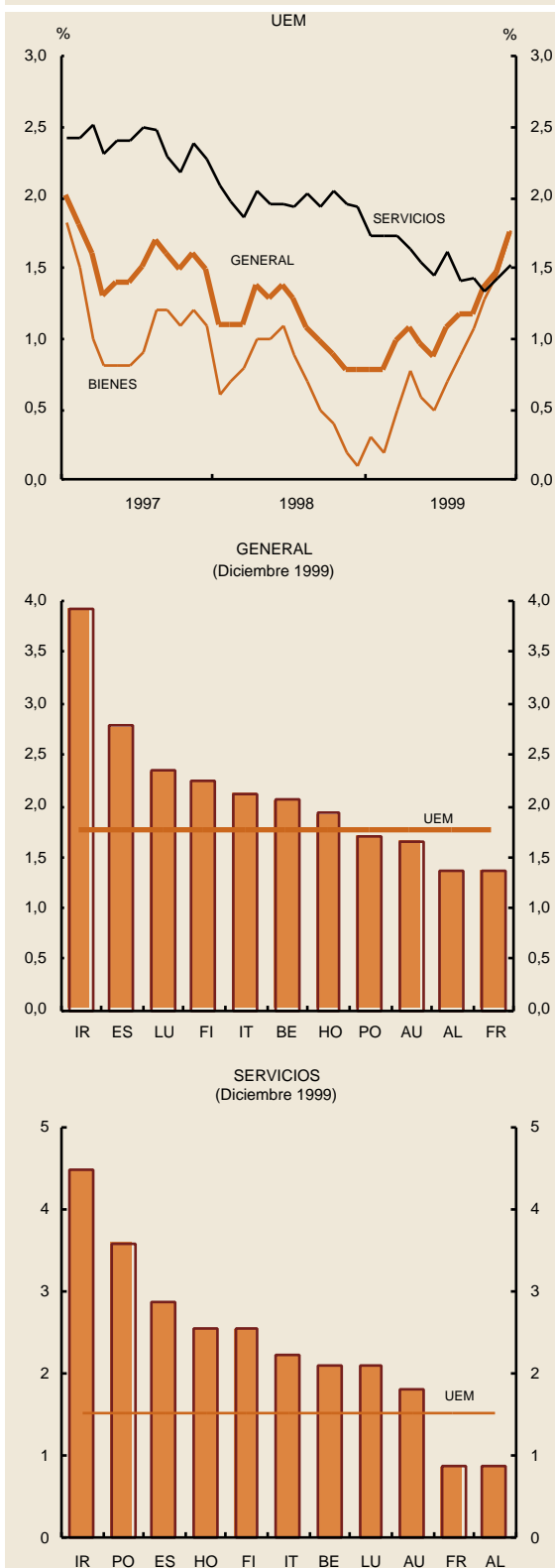
En cuanto a los planes presupuestarios a medio plazo, cabe destacar el anuncio de una reforma fiscal en Alemania, según la cual la presión impositiva directa se verá reducida en varias etapas hasta el año 2005. Así, los tipos del impuesto sobre la renta experimentarán una disminución sustancial, al tiempo que aumentan los mínimos exentos y las deducciones familiares. Ello supone un adelantamiento en el tiempo y una intensificación de la rebaja del gravamen ya anunciado en la primavera de 1999. Finalmente, el tipo del impuesto de sociedades será rebajado desde el 40 % al 25 % a comienzos del año 2001.

3.2. Evolución monetaria y financiera

Durante el cuarto trimestre de 1999 se mantuvo el carácter relativamente holgado de

GRÁFICO 10

**Índices armonizados de precios de consumo
Tasas de variación interanuales**



Fuente: Eurostat.

las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro a pesar de las expectativas de subidas de tipos de interés existentes al comienzo del mismo y de la posterior elevación de los tipos de intervención del BCE decidida por el Consejo de Gobierno el día 4 de noviembre (véase gráfico 11). En este sentido, los tipos de interés reales a corto y largo plazo continuaron situándose en niveles muy bajos, por debajo del 2 % en el primer caso y entre el 3,5 % y el 4 % en el segundo caso. Por su parte, continuó la tendencia a la depreciación que el euro mostró desde principios de año frente al dólar y al yen. Asimismo, el agregado monetario de referencia del área, M3, y la financiación al sector privado residente siguieron mostrando altos ritmos de crecimiento. Respecto al valor de referencia para M3, el día 2 de diciembre de 1999, el Consejo de Gobierno del BCE anunció el mantenimiento del 4,5 %, como referencia para el año 2000, basándose en que no se habían producido cambios significativos en los supuestos económicos que estuvieron detrás de la fijación de ese valor en diciembre de 1998. Asimismo, se anunció que esa referencia sería revisada anualmente.

El día 4 de noviembre, el Consejo de Gobierno del BCE anunció una subida de 50 puntos básicos del tipo de las operaciones principales de financiación, que pasó a situarse en el 3 %, y un ascenso simultáneo de los tipos de interés de las facilidades permanentes de crédito y de depósito, que se establecieron en el 4 % y el 2 %, respectivamente. Tras esta medida, el tipo interbancario a un día (EONIA) se mantuvo en niveles muy cercanos al 3 %, excepto el día 30 de diciembre, último día de negociación del pasado año, en el que, debido a la incertidumbre asociada a los posibles efectos de la transición al año 2000, y a pesar de la holgada situación de liquidez existente en el mercado, se situó en el 3,75 %. Por su parte, los tipos interbancarios a plazos más largos se mantuvieron bastante estables hasta finales de noviembre, cuando comenzaron a resultar afectados, en diferente medida, según el plazo, por la incertidumbre del mercado en relación con los posibles efectos del paso al año 2000. Estos efectos fueron transitorios y se corrigieron en los primeros días del presente año. Como resultado de estos movimientos, el día 21 de enero los tipos EURIBOR a uno y tres meses se situaron en el 3,1 % y el 3,3 %, respectivamente, 53 puntos básicos y 58 puntos básicos por encima de los niveles medios mantenidos en septiembre de 1999.

Los tipos de interés a largo plazo de la zona, tras los ascensos observados en el mes de octubre, que llegaron a situar el tipo de interés a diez años en torno al 5,6 %, y días antes de la

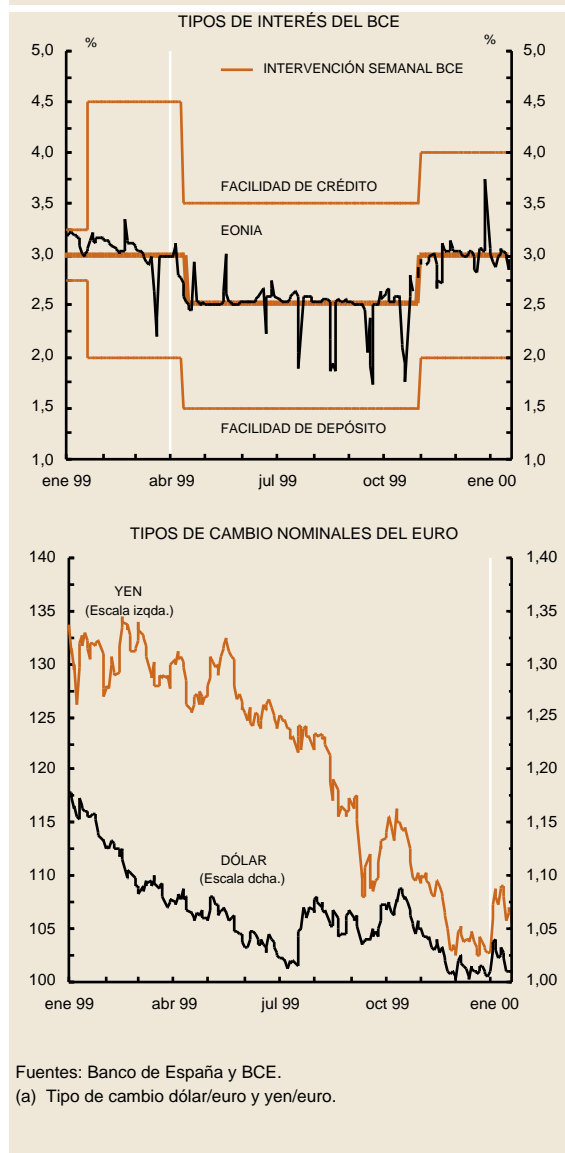
subida de los tipos de intervención, iniciaron una trayectoria descendente que los condujo hasta niveles cercanos al 5 % a mediados de noviembre. Posteriormente, dichos tipos volvieron a aumentar, como consecuencia tanto de los aumentos de tipos de los bonos estadounidenses como de la consolidación de las mejores perspectivas de crecimiento para el área, así como, probablemente, de la percepción por parte de los agentes de ciertos riesgos para la estabilidad de precios en la zona, sobre los que, por otra parte, el Eurosistema venía alertando. Como resultado de estos movimientos, el día 19 de enero los tipos a 10 años en la zona del euro se situaron en el 5,75 %, 52 puntos básicos por encima del nivel medio mantenido en septiembre. Los movimientos descritos dieron lugar a desplazamientos al alza de la curva de rendimientos de la zona del euro (véase gráfico 12), que muestra actualmente un significativo aumento de su pendiente respecto a la que presentaba en diciembre de 1998.

A pesar de que los movimientos de los tipos de interés de la zona fueron, en general, del mismo signo que en los mercados estadounidenses, el diferencial de tipos de interés a diez años respecto a Estados Unidos tendió a aumentar en el conjunto del trimestre, alcanzando los 110 puntos básicos el día 19 de enero. La trayectoria de este diferencial guardó cierta consonancia con la posición que el euro mantuvo frente al dólar en el mercado de cambios. Así, el euro se apreció frente al dólar en el mes de octubre, alcanzando un cambio medio de 1,071 dólares y, posteriormente, aunque mostrando una cierta volatilidad, tendió a depreciarse, situándose, en la primera quincena de enero, en niveles muy cercanos a la paridad con la divisa estadounidense.

Respecto a la evolución de otros tipos de interés relevantes en las decisiones de gasto de los agentes económicos, hay que señalar que los tipos de interés medios del crédito bancario en la zona del euro, que reflejan con cierto retraso los movimientos en los tipos de interés en los mercados monetarios y de largo plazo, aumentaron en el cuarto trimestre respecto a los niveles mantenidos en septiembre. No obstante, en noviembre, mes al que se refiere la última información disponible, los tipos de la financiación a empresas a más largo plazo, así como los tipos del crédito al consumo y de los préstamos hipotecarios, tendieron a estabilizarse e, incluso, a mostrar un ligero descenso, al contrario que en el caso de los tipos de la financiación a más corto plazo, que experimentaron incrementos. En cualquier caso, los tipos de interés de las operaciones bancarias de financiación al sector privado se mantuvieron toda-

GRÁFICO 11

Tipos de interés del BCE y tipos de cambio del euro

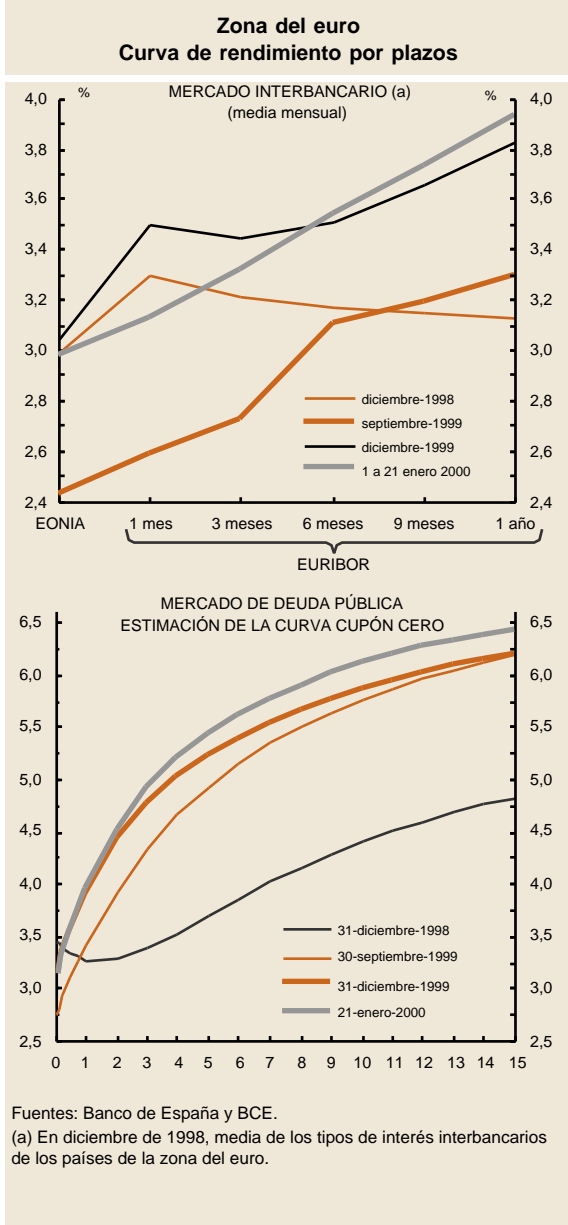


Fuentes: Banco de España y BCE.
(a) Tipo de cambio dólar/euro y yen/euro.

vía por debajo de sus niveles medios en 1998 (véase gráfico 13).

Los mercados de renta variable de la zona del euro tuvieron una evolución favorable durante el cuarto trimestre de 1999, aunque mostraron una cierta volatilidad especialmente significativa durante el mes de octubre. La trayectoria de los precios en estos mercados fue, en general, bastante independiente de la evolución de los tipos de interés y, aunque estuvo ligada, en alguna medida, a la situación del mercado bursátil estadounidense, derivó en ascensos más elevados. Así, en diciembre de 1999 el nivel medio del índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situó un 19,5 % por encima del correspondiente al mes de septiembre, y a mediados de enero del 2000 dicho índice presentaba una

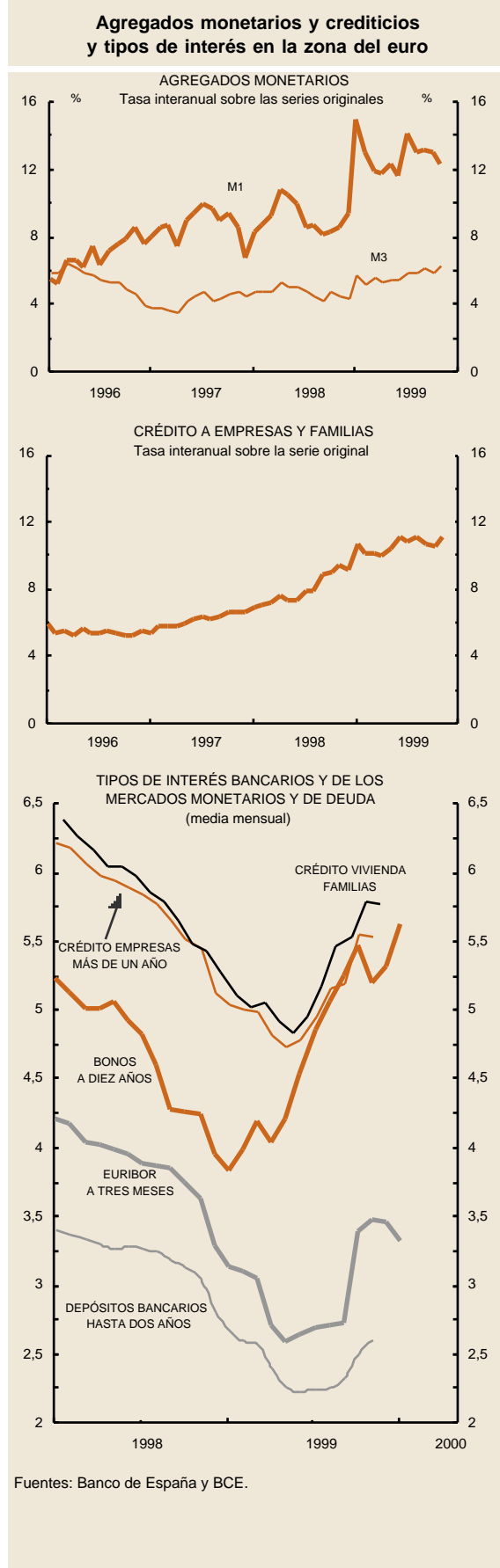
GRÁFICO 12



revalorización del 34 % respecto al nivel medio que mantuvo en enero de 1999.

Por lo que respecta a los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, estos siguieron mostrando ritmos de expansión elevados, relacionados, en gran medida, con la progresiva mejora de las perspectivas de crecimiento y con los todavía relativamente bajos niveles de los tipos de interés. Hasta diciembre, último mes para el que se dispone de información, la media móvil de tres meses del crecimiento interanual del agregado monetario de referencia, M3, se situó en el 6,1 %, siendo dicho crecimiento del 6,4 % en ese último mes. Los activos más líquidos que componen este agregado continuaron mostrando fuertes ritmos de expansión, como pone de manifiesto el compor-

GRÁFICO 13



tamiento de los depósitos a la vista, que mantuvieron crecimientos interanuales de alrededor del 13 % en el último trimestre del año. Asimismo, se apreció una recuperación de la demanda de los activos negociables incluidos en M3, tales como las participaciones en fondos de inversión del mercado monetario, así como de otros activos financieros a más largo que no forman parte del mismo, como es el caso de los depósitos a más de dos años.

Conviene mencionar que, a lo largo de 1999, el crecimiento interanual observado del agregado monetario M3 se situó de forma persistente por encima del valor de referencia, lo que, en parte, reflejó el fuerte crecimiento de los depósitos a la vista en la zona del euro durante los primeros meses de 1999, asociado a algunos efectos especiales derivados de la introducción del euro y de la puesta en funcionamiento de la Unión Monetaria. Sin embargo, la pauta de comportamiento expansiva del agregado monetario se mantuvo en meses posteriores, lo que confirma que las condiciones de liquidez en el área han sido relativamente holgadas durante 1999.

La evolución monetaria descrita fue compatible con el mantenimiento del fuerte ritmo de expansión de la financiación concedida a los residentes en la zona del euro, lo que supuso un incremento interanual de esta variable del 8,4 % en diciembre. Esta evolución se debió, en su mayor parte, al comportamiento de la financiación concedida por las IFM al sector privado, que mostró una variación interanual del 10,5 % en diciembre, frente a un crecimiento del 2,5 % de la financiación dirigida a las AAPP. Por su parte, la posición externa neta de las IFM continuó disminuyendo, como consecuencia de la brecha existente entre el crecimiento de los activos frente a los residentes y de los pasivos que obtienen de ese sector, de tal forma que, en diciembre de 1999, esta posición se había reducido en 200 mm de euros respecto a diciembre del año anterior.

En relación con la instrumentación de la política monetaria, durante el cuarto trimestre de

1999 siguieron manteniéndose las pautas mencionadas en anteriores informes. Ahora bien, con el fin de eliminar cualquier posible incidencia derivada de la transición al nuevo año, el BCE implementó algunas medidas preventivas destinadas a asegurar unas condiciones de liquidez suficientemente holgadas en los primeros días del año 2000. En este sentido, ya en mayo de 1999 el BCE decidió que la fecha de vencimiento de la operación de financiación a largo plazo a realizar el 30 de septiembre fuera el 23 de diciembre, en vez del 30 de dicho mes, como hubiera correspondido. Por otra parte, en septiembre, se anunció que se suprimiría la operación principal de financiación que había de llevarse a cabo en la primera semana del año 2000, ampliando, a su vez, de dos a tres semanas el vencimiento de las dos últimas operaciones de financiación que debían llevarse a cabo en 1999. Además, en octubre, se decidió aumentar en 10 mm de euros, hasta 25 mm de euros, la liquidez que se adjudicaría en las tres últimas operaciones mensuales de financiación a largo plazo. Igualmente, en la operación principal de financiación del día 30 de diciembre la cantidad asignada a las IFM tuvo un carácter relativamente expansivo, intentando evitar potenciales problemas en el mercado monetario. Todas estas medidas contribuyeron a lograr una transición sin problemas al nuevo año. A este respecto, hay que señalar que, el día 4 de enero, el BCE anunció una operación de ajuste, la primera de este tipo desde el comienzo de la tercera fase de la UEM, destinada a regularizar las condiciones de liquidez creadas. Dicha operación consistió en la celebración, el día 5 de enero, de una subasta a tipo variable, con el fin de captar depósitos a un plazo de una semana en el Eurosistema y, de esta forma, drenar liquidez.

La liquidez proporcionada por el Eurosistema durante los últimos tres períodos de mantenimiento de reservas, el último de los cuales finalizó el 23 de diciembre, ascendió a 187,7, 194,3 y 214,7 mm de euros, respectivamente. Como viene siendo normal, el recurso a las facilidades permanentes de crédito y de depósito fue poco significativo en estos períodos.

4. La economía española

4.1. Demanda

De acuerdo con la información facilitada por el INE, la demanda nacional registró un crecimiento interanual del 4,8 % (2) durante el tercer trimestre de 1999, confirmando la ligera desaceleración que comenzó a observarse en el trimestre precedente (véase gráfico 14). Este comportamiento fue común a todos los componentes de la demanda, a diferencia de lo ocurrido en la primera mitad del año, cuando la mayor fortaleza del consumo final de los hogares compensó la moderada pérdida de dinamismo de la formación bruta de capital fijo. La menor pujanza de la demanda nacional en los meses de verano no impidió que el PIB se acelerara ligeramente, hasta experimentar un crecimiento del 3,7 % con respecto al mismo período del año anterior, ya que la demanda exterior neta redujo apreciablemente su contribución negativa al crecimiento del producto, quedando cifrada en 1,1 puntos porcentuales. Esta menor detracción del saldo exterior fue el resultado tanto de una ligera flexión a la baja en el crecimiento de las importaciones como del mayor dinamismo de las exportaciones, que comenzaron a beneficiarse de la recuperación económica, cada vez más firme, de determinadas áreas geográficas.

La información coyuntural disponible hasta el momento de la redacción de este informe parece apuntar hacia una prolongación de estas tendencias en el cuarto trimestre de 1999. Según se estima a partir de esta información, la demanda nacional continuó avanzando a tasas elevadas, aunque ligeramente decrecientes (en torno al 4,6 %), arrastrada por el menor dinamismo de la formación bruta de capital fijo, y, en menor medida, por el consumo de los hogares. A su vez, la aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del producto volvió a reducirse, en valor absoluto, debido a la recuperación de las exportaciones, ya que las importaciones continuaron mostrando un tono elevado. En consecuencia, en el cuarto trimestre de 1999 el crecimiento interanual del PIB se habría situado en torno al 3,8 %, una décima por encima de la tasa del tercer trimestre, cerrándose el año con un aumento del producto del 3,7 %. Esta tasa supone una desaceleración de tres décimas respecto a 1998, y refleja, principalmente, el impacto de la crisis internacional, que alcanzó su mayor intensidad a finales de ese año y comienzos de 1999. Se estima que, en el conjunto de 1999, el sector exterior detrajo en torno a 1,3 puntos porcen-

(2) Los datos de Contabilidad Nacional Trimestral, a los que se hace referencia en este capítulo, se definen en términos de ciclo-tendencia, de acuerdo con la terminología utilizada por el INE.

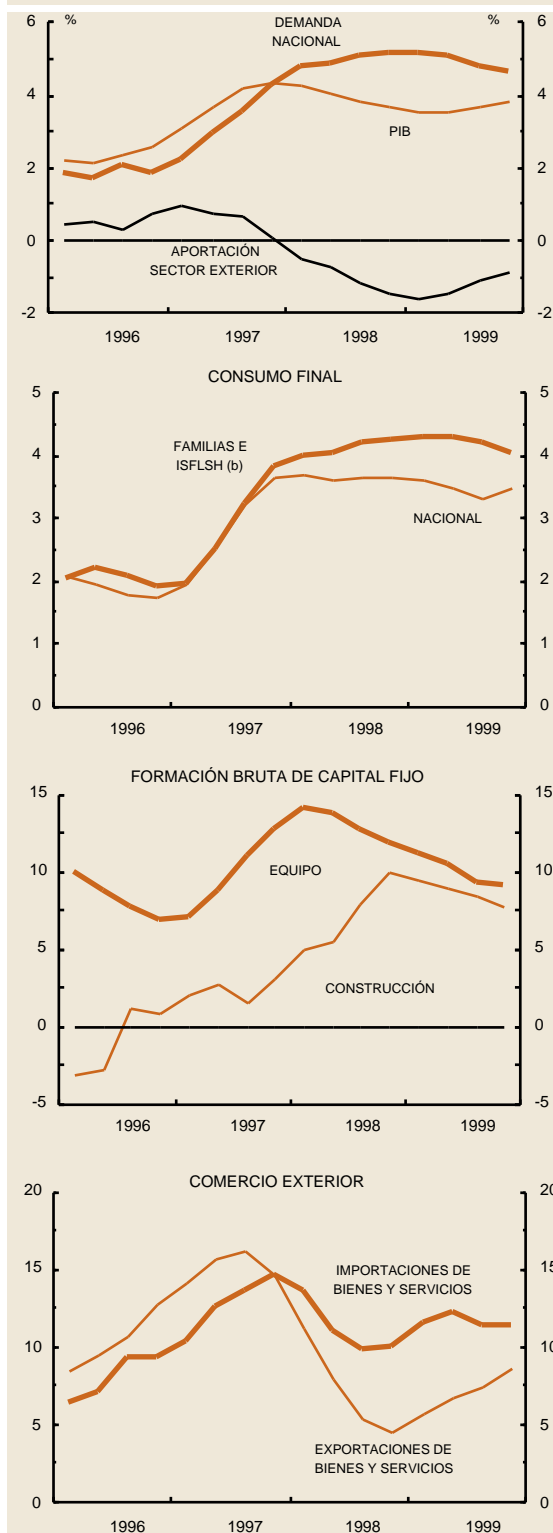
tuales de crecimiento del PIB (tres décimas más que en 1998), mientras que la demanda nacional creció a una tasa próxima a la de ese año (5 %).

Durante el tercer trimestre de 1999 el gasto en consumo final de los hogares e instituciones privadas sin fines de lucro experimentó un crecimiento interanual, en términos reales, del 4,2 %, una décima inferior al estimado en el segundo trimestre, como se aprecia en el gráfico 14. Este dato confirma el cambio de tendencia que ya se había dejado entrever en el trimestre precedente y que, de acuerdo con los últimos indicadores coyunturales para este agregado, se mantuvo en los meses finales de 1999, período en el que el consumo registró una ligera desaceleración adicional. En efecto, como se puede comprobar en el gráfico 15, el indicador de disponibilidades de bienes y servicios de consumo —calculado con información parcial para ese período— se desaceleró ligeramente en el cuarto trimestre, mientras que el índice de ventas del comercio minorista estabilizó su ritmo de avance. Más marcado fue el debilitamiento de los indicadores de consumo duradero, si bien la matriculación de automóviles registró un crecimiento superior al 15 % en el conjunto del año.

A la espera de recibir las primeras estimaciones del INE de las cuentas sectoriales, en el marco de la CNE-95, la información disponible relativa a la evolución de determinadas partidas de la renta disponible de las familias indica que, en términos reales, el aumento del poder adquisitivo de los hogares en 1999 pudo ser algo inferior al registrado el año precedente, frente a un avance del consumo que, en media anual, fue ligeramente más elevado que el de 1998. En la evolución de la renta disponible real incidieron de manera contrapuesta las rentas del trabajo y las transferencias netas del sector público. Las rentas del trabajo se moderaron, en alguna medida, debido tanto al menor dinamismo del empleo como al avance no esperado de la tasa de inflación, que afectó negativamente al crecimiento del salario real de los trabajadores por cuenta ajena. A este respecto cabe recordar que, aunque un porcentaje elevado de los asalariados disfrutaron de cláusulas de salvaguarda en sus convenios colectivos, que les protegen de las desviaciones de la inflación en relación con lo previsto, los pagos derivados de esas cláusulas serán percibidos a comienzos del año 2000, lo que no excluye que algunos hogares hayan anticipado sus decisiones de gasto con cargo a esas rentas. En cambio, la reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas y la favorable evolución de las prestaciones sociales que reciben las familias ampliaron el impacto expansivo del sector pú-

GRÁFICO 14

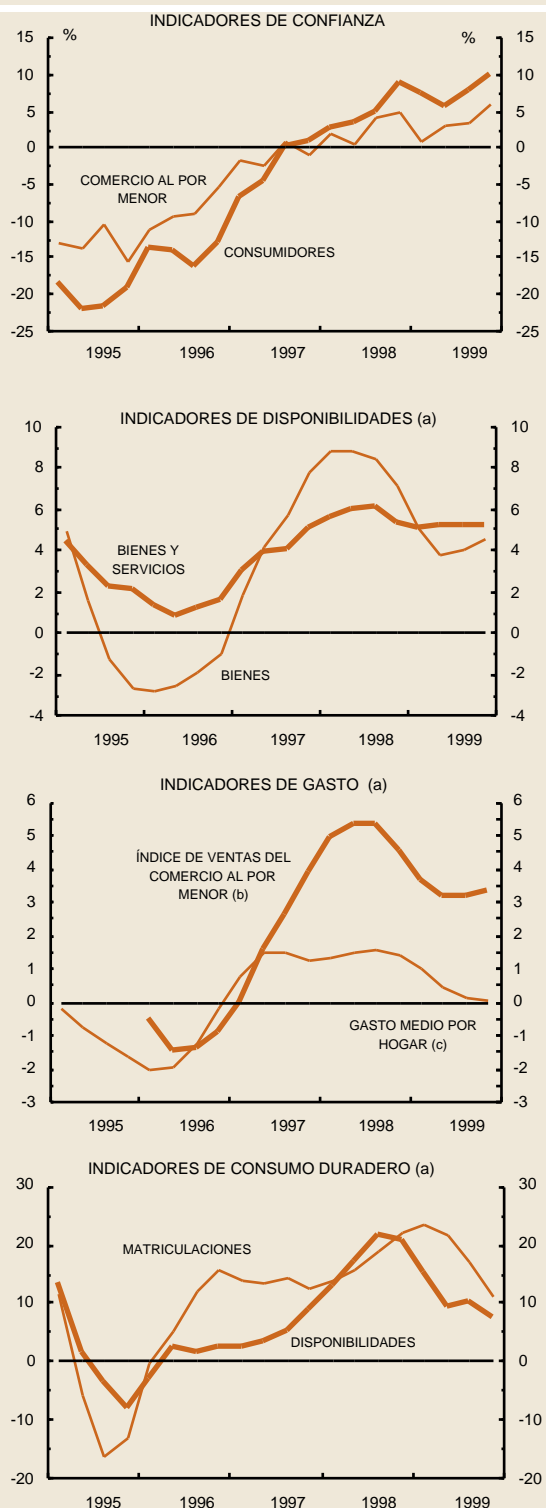
Principales agregados macroeconómicos (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre el componente ciclo-tendencia.
 (b) Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

GRÁFICO 15

Indicadores de consumo privado



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

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Deflactado por el IPC.

(c) ECPF, deflactado por el IPC.

blico sobre la renta de los hogares. En el caso de las pensiones, también se producirá una compensación por la desviación de la inflación en 1999, que será percibida en el presente año.

Como ya se ha apuntado, la evolución de la renta disponible en 1999 implica una reducción de la tasa de ahorro de los hogares en ese período, que sería coherente con el contexto de creciente optimismo que reflejan los consumidores y con el bajo nivel mantenido por los tipos de interés. Cabe señalar además que, si bien la riqueza financiera de los hogares se expandió en 1999 en menor medida que en los años anteriores, debido a la evolución de los mercados de valores, la riqueza no financiera, influida por la sustancial elevación del precio de la vivienda, mostró un comportamiento favorable.

De acuerdo con las estimaciones provisionales de la CNTR, en el tercer trimestre de 1999 el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas registró un crecimiento interanual del 0,3 % en términos reales, cinco décimas por debajo del experimentado en el trimestre precedente. Esto supone una acentuación del comportamiento moderado, que ya se venía observando en trimestres anteriores, aunque cabe esperar que con el cierre del ejercicio se produzcan revisiones al alza de esta variable, una vez que se incorpore la información más completa del conjunto de las Administraciones Públicas. Cabe destacar, en particular, el comportamiento contenido de la remuneración de los asalariados, aunque las compras netas también han evolucionado moderadamente.

La formación bruta de capital fijo registró un incremento interanual del 8,7 % en el tercer trimestre de 1999, casi un punto porcentual por debajo del observado el trimestre precedente. Esta desaceleración, que de forma más atenuada se observa desde comienzos del año, afectó en mayor medida a la inversión en bienes de equipo, pero se dejó notar también en la inversión en construcción. La información coyuntural relativa al comportamiento de la inversión en el cuarto trimestre del año pasado apunta hacia una desaceleración adicional en ese período (véase gráfico 16).

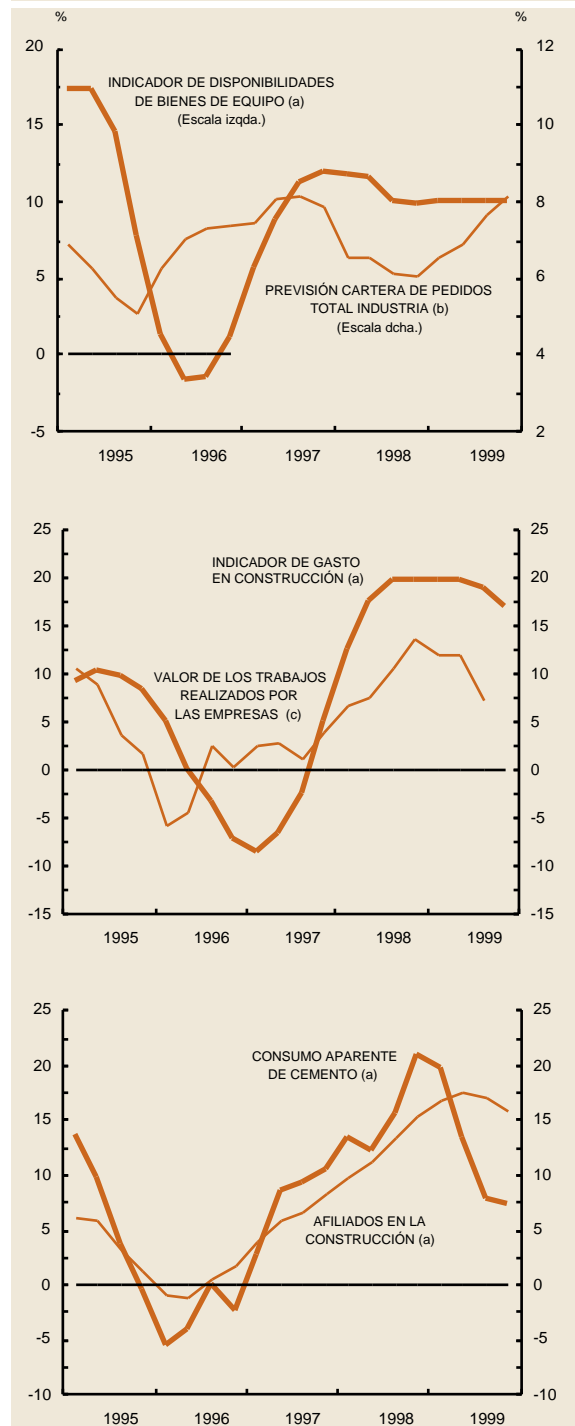
Durante el tercer trimestre de 1999 la inversión en bienes de equipo experimentó un crecimiento real del 9,3 % con respecto al mismo período del año anterior, más de un punto por debajo del aumento observado en el primer semestre. El perfil de desaceleración parece haberse prolongado en el cuarto trimestre, de acuerdo con la evolución del indicador de disponibilidades de este tipo de bienes. Tanto las disponibilidades de material de transporte como

las del resto de bienes de equipo mostraron un perfil similar, aunque el deterioro fue más acusado en las primeras. Sin embargo, el indicador de clima industrial en las ramas productoras de bienes de inversión ha tendido a reflejar una situación progresivamente más optimista, destacando especialmente la recuperación de la cartera de pedidos. El elevado dinamismo que, en cualquier caso, registra la inversión en equipo está asociado a la evolución de la demanda final, que conserva una fortaleza notable. Por otra parte, el perfil de desaceleración de la inversión a lo largo del pasado año ha podido estar inducido por la finalización de procesos de renovación del equipo, puestos en marcha con anterioridad, o por el deterioro de las expectativas de demanda al inicio del año, en el momento más agudo de la crisis internacional. No obstante, la sustitución de demanda interior por exterior, que se está produciendo en la actualidad y que se ha concretado en un fuerte tirón al alza de la cartera de pedidos exterior, es favorable al sostenimiento del proceso inversor. Además, los datos de la Central de Balances Trimestral muestran que la situación financiera de las empresas continúa siendo muy holgada, dentro de niveles de rentabilidad elevados, aun cuando el efecto positivo de la reducción de los tipos de interés sobre los recursos generados se esté agotando y los márgenes empresariales tienden a estabilizarse.

Los datos de la CNTR reflejaron una pérdida de impulso de la inversión en construcción en el tercer trimestre de 1999, al registrar un crecimiento real del 8,3 % con respecto al mismo período del año precedente, frente al 9,2 % de la primera mitad del año. Por componentes, la encuesta coyuntural de la industria de la construcción mostró que esa desaceleración afectó tanto a la obra civil como a la edificación, y, según la evolución de los indicadores más actualizados de la actividad constructora, ese proceso de debilitamiento ha proseguido en el cuarto trimestre de 1999. En particular, el consumo aparente de cemento redujo de nuevo su crecimiento interanual en los meses de octubre y noviembre, hasta el 3,9 %; el IPI de materiales de construcción mantuvo en octubre un ritmo de crecimiento similar al del tercer trimestre, y las opiniones empresariales mostraron una reducción del nivel de confianza de los constructores de cuatro puntos, en el conjunto del cuarto trimestre. En una perspectiva de medio plazo, la evolución reciente de los indicadores adelantados de construcción también apunta hacia un debilitamiento adicional de este componente de la demanda. Así, la licitación oficial en obra civil se redujo en un 12,1 %, en los ocho primeros meses de 1999, con respecto al mismo período del año precedente, y el número de metros cuadrados de edificación a construir,

GRÁFICO 16

Indicadores de formación bruta de capital fijo



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria y Energía, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

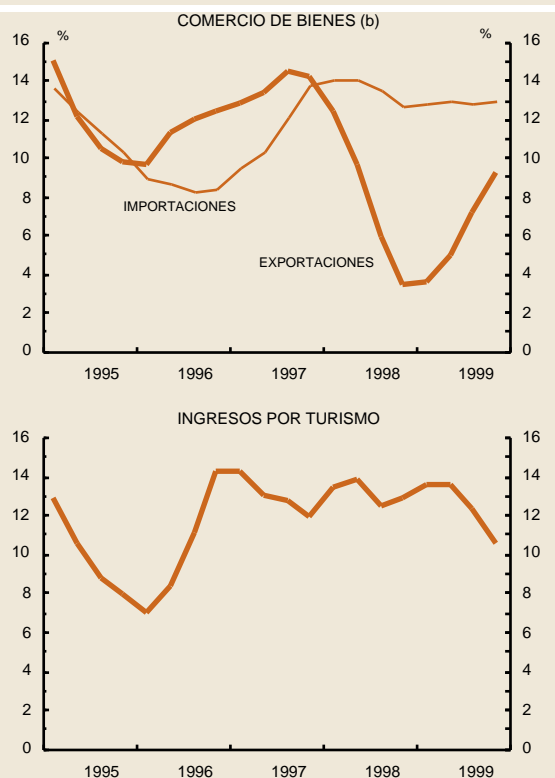
(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Nivel, tendencia.

(c) Obtenido a partir de la encuesta coyuntural de la industria de la construcción y deflactado por el indicador de costes en la construcción. Tasas interanuales sobre la serie original.

GRÁFICO 17

Comercio exterior (a)



Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.
 (a) Tasas de variación interanual, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.
 (b) Estas series se encuentran deflactadas por los índices de valor unitario correspondientes.

según la estadística de visados, presentó un perfil de desaceleración en el período transcurrido de 1999, algo más acusado en su componente no residencial. La inversión residencial muestra perspectivas de un mayor sostenimiento, alentada por el notable empuje de la demanda, aunque, tras la fuerte expansión de la oferta en 1999, los indicadores apuntan también hacia una suave desaceleración en el año 2000.

Para finalizar con los componentes de la formación bruta de capital, la inversión en existencias añadió dos décimas al crecimiento interanual del PIB en el tercer trimestre de 1999, en línea con lo ocurrido en la primera mitad del año. Los indicadores de opiniones empresariales parecen mostrar que en el último trimestre la acumulación de inventarios podría haber sido más moderada.

Como se ha comentado previamente, en el tercer trimestre de 1999 la demanda exterior

neta redujo, en valor absoluto, su aportación negativa al crecimiento interanual del PIB, hasta situarla en 1,1 puntos porcentuales, según las estimaciones de la CNTR. Esta menor aportación negativa del saldo exterior fue consecuencia, sobre todo, de la recuperación de las exportaciones de bienes y servicios, en términos reales, cuyo aumento interanual se situó en el 7,5 %; las importaciones, por su parte, aunque se moderaron ligeramente, todavía registraron un avance sustancial, del 11,4 % en tasa interanual (véase gráfico 14). La información coyuntural disponible para el cuarto trimestre (véase gráfico 17), aún incompleta, indica que en ese período se produjo una nueva corrección en la contribución negativa del saldo exterior al crecimiento, fruto de la intensificación de las ventas al exterior que han traído consigo la significativa mejora del contexto internacional y, en menor medida, la depreciación del euro frente al dólar. El creciente optimismo mostrado por los empresarios industriales sobre la evolución de su cartera exterior corrobora estos resultados.

Las exportaciones de bienes, que venían registrando una acusada debilidad desde la segunda mitad del año precedente, iniciaron un suave repunte a partir del segundo trimestre de 1999 que situó su tasa de crecimiento interanual en el 5,7 % en el tercer trimestre, según las cifras de la CNTR. Los datos de exportaciones del Departamento de Aduanas correspondientes a los meses de octubre y noviembre reflejaron un comportamiento aún más expansivo, asociado al renovado dinamismo de las ventas a la UE, incluidas las dirigidas a Francia y Alemania, que eran las que se mostraban más débiles, y a la recuperación de los mercados extracomunitarios, que se inició con un mejor tono de las economías asiáticas y se ha acrecentado, más recientemente, con la reactivación de las exportaciones a la Europa del Este y Latinoamérica. Por tipo de producto, los crecimientos más abultados correspondieron a las exportaciones de bienes de equipo, en un contexto de fuerte caída de sus precios, aunque el resto de los componentes mostraron un perfil de aceleración. Por su parte, los ingresos por turismo, que se mostraron muy expansivos a lo largo de todo el año, se han visto favorecidos por el creciente optimismo de los consumidores de la zona del euro, principal fuente de afluencia de turismo hacia España, y por la debilidad de la divisa europea, que ha atraído visitantes de otras áreas, principalmente del Reino Unido. No obstante, los ingresos por turismo de la balanza de pagos han tendido a desacelerarse suavemente desde mediados de 1999. Entre los servicios no turísticos, cabe destacar los buenos resultados de los ingresos derivados de los servicios financieros, de los informáticos y de los seguros.

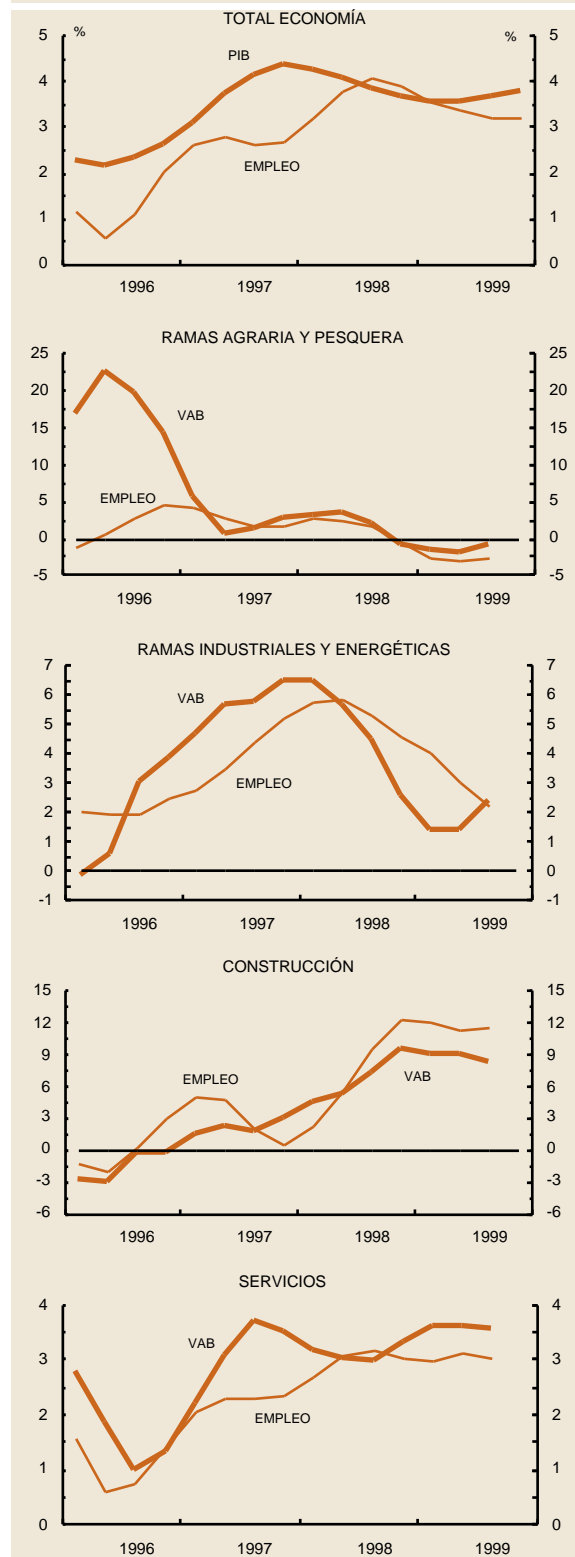
Las importaciones de bienes experimentaron una ligera desaceleración en el tercer trimestre de 1999, registrando un crecimiento del 11 % con respecto al mismo período de 1999, en línea con la evolución de la demanda interna. No obstante, los datos de Aduanas de octubre y noviembre muestran el mantenimiento de un elevado dinamismo. Por grupos de productos, las compras de bienes de equipo y de bienes de consumo no alimenticio fueron las más expansivas —en consonancia con el empuje que experimentan estos componentes de la demanda interna—, si bien las segundas se moderaron en el tercer trimestre, a medida que la demanda de bienes de consumo duradero comenzó a mostrar síntomas de agotamiento. En cuanto a las importaciones de bienes intermedios se aprecia un perfil notablemente diferenciado entre la energía y el resto, ya que mientras las compras de productos energéticos se han reducido desde el segundo trimestre, como consecuencia de la fuerte escalada de sus precios, las compras de otros bienes intermedios han consolidado un perfil de recuperación. Por último, las importaciones de servicios han estabilizado su ritmo de crecimiento en niveles muy elevados (13,4 % en términos interanuales). Este dinamismo se extiende tanto a los pagos por turismo como al resto de servicios, relacionados, a su vez, con la intensa actividad inversora en el exterior que se ha observado en 1999.

4.2. Producción y empleo

Desde la óptica de las ramas productivas, la ligera aceleración del PIB registrada en el tercer trimestre de 1999 se correspondió con un comportamiento diferenciado de las ramas con más abiertas al exterior y de aquellas con proyección mayoritaria hacia el mercado interior. Así, tanto la agricultura (que redujo su aportación negativa al crecimiento del producto) como las ramas industriales y energéticas mostraron una reactivación, mientras que los servicios y, sobre todo, la construcción moderaron su ritmo de crecimiento, aunque continuaron siendo las ramas con mayor dinamismo (véase gráfico 18). Los indicadores coyunturales disponibles apuntan hacia una profundización de estas tendencias en el cuarto trimestre. Por su parte, la generación de empleo continuó mostrando un empuje notable, al aumentar el número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo en un 3,2 % en el tercer trimestre de 1999, con respecto al mismo período de 1998. No obstante, el empleo experimentó una cierta desaceleración respecto a la primera mitad del año, de forma que la productividad aparente del trabajo continuó recuperándose y registró un crecimiento del 0,4 %. Por ramas de actividad, este

GRÁFICO 18

Valor añadido bruto y empleo, por ramas de actividad (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre las series ciclo-tendencia del INE. En el caso de empleo, se refiere a puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

perfil ascendente de la productividad vino determinado por la rama que tradicionalmente se ha mostrado más dinámica en este sentido: la industria. En cualquier caso, las ganancias de productividad son aún reducidas en comparación con las alcanzadas a lo largo de la última década. En el cuarto trimestre de 1999, los indicadores de empleo mostraron una estabilidad en su ritmo de variación, permitiendo que el crecimiento de la productividad aparente del trabajo siguiera aumentando en ese período.

Durante el tercer trimestre de 1999, la actividad agraria se redujo en un 1,1 % en tasa interanual, casi un punto menos que en el trimestre precedente. Las continuas disminuciones que se están observando en el valor añadido bruto de esta rama están relacionadas con la escasa pluviosidad que ha registrado el territorio nacional durante el pasado año, si bien el hecho de que las desfavorables condiciones climatológicas no afectasen por igual a todas las regiones explica que algunos cultivos, como los cereales en grano, los tubérculos y la producción de aceitunas, se vieran afectados negativamente, mientras que los cítricos y las frutas experimentaron sensibles avances en su ritmo de crecimiento. Otro efecto adicional de la escasa pluviosidad fue la reducción de los pastos para la ganadería, que, al ser sustituidos por compuestos industriales, reducen el valor añadido estimado de la agricultura para un determinado valor de la producción. En cualquier caso, la mejora de las condiciones climáticas en los últimos meses del año pasado podría condicionar un comportamiento más favorable de esta actividad en los próximos trimestres.

La progresiva recuperación que ha mostrado la demanda externa se ha configurado como el factor clave para explicar la reactivación de la actividad industrial, cuyo crecimiento en el tercer trimestre de 1999 se situó en el 2,3 %, en términos interanuales, casi un punto por encima del registrado en el trimestre precedente. Además, los indicadores coyunturales señalan que esta fase de expansión se ha prolongado durante el cuarto trimestre. Así, aunque el índice de producción industrial (IPI) perdió algo de su dinamismo en los meses de octubre y noviembre, siguió creciendo a buen ritmo, y las encuestas de opinión mostraron una mejora del clima empresarial en el cuarto trimestre del año. A nivel más desagregado, se aprecia una cierta heterogeneidad en la evolución de la actividad industrial, ya que la recuperación se ha circunscrito a un determinado número de ramas: mientras que en las ramas transformadoras de metales y de vestido y calzado la recuperación prácticamente no se dejó notar, en las ramas químicas y de minerales no metálicos el

crecimiento del producto está siendo muy elevado.

Como ya se analizó en el apartado precedente, la actividad constructora continuó mostrando un elevado dinamismo en el tercer trimestre de 1999, pero se desaceleró en casi un punto respecto al período precedente, al registrar un crecimiento del 8,2 % en tasa interanual. Esta pérdida de pujanza fue más acusada en el componente de obra civil, aunque se extendió también a la edificación. Para el cuarto trimestre de 1999 los indicadores contemporáneos de actividad han mostrado una nueva pérdida de pulso, que podría prolongarse durante el año 2000, atendiendo a la evolución reciente de los indicadores adelantados.

El valor añadido en los servicios experimentó un crecimiento interanual del 3,5 % en el tercer trimestre de 1999, una décima menos que en el trimestre previo. Esta ligera desaceleración fue consecuencia de la evolución de los servicios no de mercado, ya que los destinados a la venta mantuvieron su ritmo de avance en el 4,4 %. La escasa información coyuntural sobre el cuarto trimestre apunta hacia una nueva desaceleración de la actividad en los servicios, que en el caso de los destinados a la venta se extendería a todas las subramas, excepto la restauración y el alojamiento, cuyos indicadores han registrado un vigor renovado.

Como ya se comentó anteriormente, los datos de la CNTR confirmaron que en el tercer trimestre de 1999 la economía española continuó generando empleo con fuerte intensidad. En términos de número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, variable que permite una medición homogénea del empleo en cuanto a la duración de la jornada, el empleo experimentó un aumento interanual del 3,2 %, dos décimas inferior al del trimestre precedente. Estas cifras son muy similares a las que se obtienen en términos de número de personas ocupadas o de puestos de trabajo, las otras dos magnitudes que se estiman en el marco de las Cuentas Nacionales. La información coyuntural para el cuarto trimestre referida a las afiliaciones a la Seguridad Social apunta hacia el mantenimiento de este elevado dinamismo, algo que ha confirmado también el ritmo de reducción del paro registrado. Por ramas de actividad, el crecimiento del empleo en el tercer trimestre fue coherente con el diferente tono expansivo de la producción. Así, tanto en la construcción como en los servicios se registraron tasas de variación interanual más elevadas (11,4 % y 3 %, respectivamente) que en la industria (2,3 %), mientras que el empleo en la agricultura continuó disminuyendo. Esto permitió que, con la única excepción de la construc-

ción, en todas las ramas se observaron aumentos en la productividad aparente del trabajo. La totalidad del empleo creado lo fue por cuenta ajena, en tanto que los trabajadores por cuenta propia continuaron disminuyendo, como ya ocurriera en la primera mitad del año.

Para analizar con mayor detalle la naturaleza del proceso de creación de empleo en el tercer trimestre es necesario acudir a la información proporcionada por la Encuesta de Población Activa (EPA). No obstante, al analizar los resultados de esta encuesta es necesario tener en cuenta que a principios de 1999 se introdujo en ella una serie de modificaciones, con el fin de homologarla con la normativa europea en esta materia; estas modificaciones, si bien han redundado en una medición más precisa del nivel de empleo en España, han afectado a la homogeneidad temporal de la serie histórica. En este sentido, el crecimiento interanual del número de ocupados recogido por la EPA para el tercer trimestre, un 4,7 %, se sitúa muy por encima del que finalmente ha estimado la CNTR, como ha sucedido en los dos trimestres anteriores. En términos desagregados y atendiendo a la duración del contrato, la EPA del tercer trimestre mostró un crecimiento muy próximo de los asalariados fijos y temporales, por lo que la *ratio* de temporalidad se mantuvo estabilizada alrededor del 33 %, una vez descontados los factores estacionales. Según la longitud de la jornada, los empleados a tiempo parcial experimentaron un aumento superior a los de tiempo completo, lo cual se reflejó en un mayor nivel de la *ratio* de parcialidad, de forma que comienzan a apreciarse los efectos de la nueva regulación para fomentar el empleo indefinido a tiempo parcial, aprobada a finales de 1998.

La EPA registró un aumento de la población activa del 0,9 % con respecto al tercer trimestre de 1998, que supone una ligera aceleración en relación con la primera mitad del año. En consecuencia, la tasa de actividad de la población entre 16 y 64 años aumentó hasta el 63,8 %, acercándose cada vez más a la media europea. Aunque este progresivo aumento tiene, sin duda, un componente demográfico (en particular, en el caso de las mujeres más maduras, que presentan tasas de actividad significativamente más reducidas que las más jóvenes), el buen comportamiento del mercado de trabajo debe de estar estimulando también la reincorporación a la actividad de capas de población antes excluidas del mercado. A pesar de ello, la tasa de paro continuó reduciéndose, hasta situarse en un 15,4 %, más de tres puntos por debajo de la registrada un año antes. En términos interanuales, el desempleo se redujo en un 16 %, por encima del paro registrado. Este último indicador apunta que en el cuarto trimestre

la tasa de paro habría continuado reduciéndose. Por último, cabe destacar que la disminución del desempleo está trasladándose a todos los colectivos (por sexo, edad, cualificación o duración en el desempleo), aunque con distintos grados de intensidad.

4.3. Precios y costes

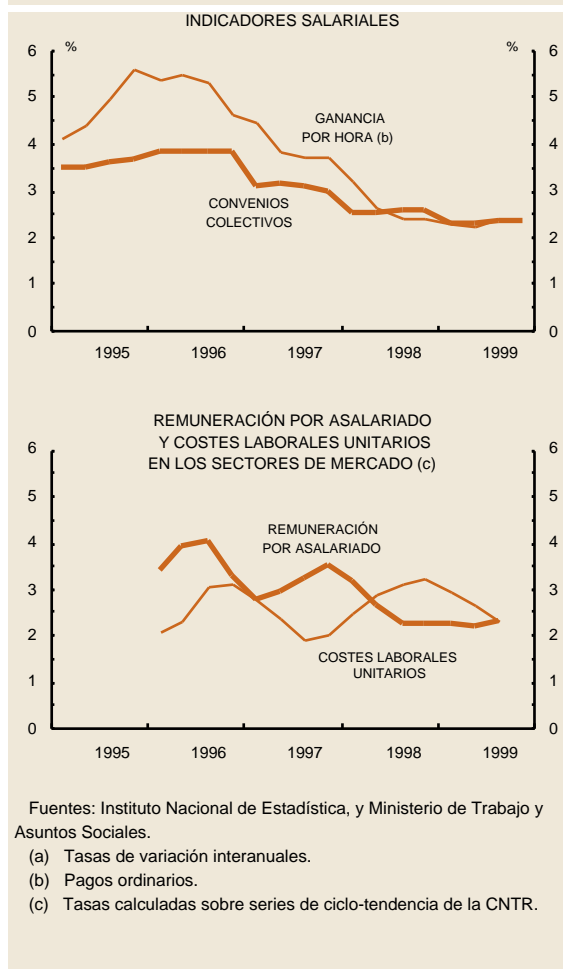
De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el tercer trimestre de 1999 el deflactor del PIB experimentó un crecimiento interanual del 2,9 %, tres décimas superior al observado en el trimestre precedente. Esta aceleración fue consecuencia de la expansión del excedente bruto por unidad de producto, ya que tanto los costes laborales unitarios como los impuestos indirectos netos por unidad de producto se desaceleraron ligeramente.

Los costes laborales unitarios registraron un crecimiento interanual del 1,9 % en el tercer trimestre de 1999, dos décimas menos que en el segundo, ya que el mayor crecimiento de la productividad aparente del trabajo compensó sobradamente la aceleración de la remuneración por asalariado, cuyo aumento se cifró en el 2,3 %, frente al 2,2 % del trimestre previo. Según la Encuesta de Salarios, en ese mismo trimestre el crecimiento interanual de las ganancias medias por persona y hora en el concepto de pagos totales se situó en el 2,5 %, tasa idéntica a la del segundo trimestre de 1999. En términos de ganancia por persona y mes, el aumento fue algo menor (2,3 %), pero supuso una ligera aceleración. Por ramas de actividad, en la industria se apreció una desaceleración en las ganancias por persona y hora, que aumentaron un 2,3 %, mientras que en los servicios (2,3 %) y en la construcción (4,1 %) el mayor dinamismo fue la tónica. Si se comparan estos resultados con los de la negociación colectiva, se obtiene una aproximación a la deriva salarial, que, como viene ocurriendo en los últimos años, no fue significativa, con la excepción de la rama de la construcción. En efecto, con datos hasta el 31 de noviembre, el incremento salarial pactado continuó situado en el 2,3 %, siendo el de los convenios revisados un 2,3 % y el de los de nueva firma un 2,4 %. La homogeneidad de los incrementos por ramas se mantuvo en la última parte del año.

En relación con la evolución salarial en 1999 y 2000, cabe recordar que, como consecuencia de que el aumento del IPC en el mes de diciembre se situó en el 2,9 % —muy por encima del objetivo fijado inicialmente en los Presupuestos Generales del Estado (1,8 %) y de la revisión de ese objetivo aceptada posteriormente (hasta el 2,4 %)—, las cláusulas de sal-

GRÁFICO 19

Evolución de los salarios y costes laborales (a)



vanguardia incluidas en buena parte de los convenios firmados en 1999 se verán activadas. Esto supone que el incremento salarial pactado que finalmente muestre esta estadística para 1999 será algo mayor que el estimado actualmente, desapareciendo la desaceleración en relación con 1998. En términos de la Encuesta de Salarios y de la CNTR, los pagos derivados de la aplicación de las cláusulas de salvaguarda se recogerán cuando se perciban por parte de los trabajadores (presumiblemente, en el primer trimestre del año 2000), por lo que cabe esperar que la aceleración salarial continúe en los próximos trimestres, truncando, probablemente, la tendencia desaceleradora del coste laboral unitario.

Al perfil creciente del deflactor del PIB cabe añadir la aceleración detectada en el deflactor de las importaciones, de forma que el deflactor de la demanda final registró un crecimiento interanual del 2,2 % en el tercer trimestre, seis décimas superior al del trimestre precedente. Los precios de importación mantuvieron una

trayectoria ascendente a lo largo de 1999, de forma que, en términos de los IVU de importación, alcanzaron un crecimiento interanual del 4,9 % en el mes de octubre. El precio de la energía importada, arrastrado por la elevación del precio del barril de petróleo en los mercados internacionales, fue el principal responsable de esta aceleración, aunque también los restantes bienes se han ido adquiriendo a precios progresivamente más elevados. Por lo que se refiere al deflactor de la demanda final, el comportamiento alcista se generalizó a todos sus componentes, y los distintos indicadores disponibles para el cuarto trimestre apuntan hacia una acentuación de estas tendencias.

El principal indicador de los precios finales, el IPC, presentó un crecimiento interanual en el mes de diciembre del 2,9 %, cuatro décimas superior al registrado en el mes de septiembre (véase gráfico 20). Este comportamiento provino de la evolución de los precios de los bienes, ya que los de los servicios aumentaron un 3,2 % en diciembre, una décima menos que en el mes de septiembre. El aumento de la inflación en los bienes, que pasó del 2,2 % en septiembre al 2,6 % en diciembre, vino provocado por el rebrote de los componentes más erráticos, sobre todo de los precios de la energía, cuyo crecimiento se situó en el 11,5 %, más de dos puntos superior al del mes de septiembre. Por su parte, los precios de los alimentos también se aceleraron, al registrar un crecimiento en diciembre del 2,4 %: las malas cosechas, asociadas a las adversas condiciones climatológicas, los problemas de abastecimiento de pescado y los comportamientos especulativos en algunos productos, serían los responsables de tal evolución. Dado que los precios de los bienes industriales no energéticos se desaceleraron solo ligeramente, el IPSEBENE aumentó su ritmo de crecimiento, hasta situarse en el 2,4 % en diciembre.

Para realizar comparaciones con la evolución de los precios en el resto de países de la UE y en la UEM, conviene utilizar el índice armonizado de precios al consumo (IAPC). En el caso de España, el IAPC cerró el año 1999 con un crecimiento interanual del 2,8 %, una décima inferior al del IPC, lo cual supone un diferencial del 1,1 % con respecto al de la zona euro. Este diferencial fue ligeramente inferior al de trimestres precedentes. Como se observa en el gráfico 21, a lo largo de 1999 se ha producido una importante ampliación del diferencial en los componentes alimenticios del IAPC, que, en el caso de los alimentos elaborados, ha venido asociado, en gran medida, a la evolución de los precios del aceite y del vino. Estos productos explican también la ampliación que se observa en el diferencial calculado en térmi-

Servicios de telefonía en España: competencia y precios

En los últimos años, la telefonía en España ha registrado una transformación sustancial, que se enmarca en el proceso de liberalización que ha acompañado la eliminación del régimen de monopolio en la provisión de estos servicios. Este proceso culminó el 1 de diciembre de 1998, tras la liberalización completa del servicio telefónico. En este recuadro se hace una primera aproximación a los efectos de la apertura del sector en comparación con los países de la UE, dado que este proceso ha estado guiado por las directrices europeas para el desarrollo del Mercado Único. A este respecto, hay que destacar que, en la mayoría de los países de la UE, el sector se liberalizó al menos once meses antes que en España (1). En todo caso, debe tenerse en cuenta el escaso tiempo transcurrido desde la introducción de la competencia y la dificultad de aislar los efectos que se derivan de la liberalización, en un contexto de importantes avances tecnológicos en este ámbito y del impacto de determinadas actuaciones administrativas.

Cuando se analiza el desarrollo en el número de operadores, conviene tener en cuenta tanto las autorizaciones concedidas (licencias) como el número de compañías que ya están operando en los distintos segmentos. Como se puede apreciar en la parte superior del cuadro adjunto, en España, al igual que en el resto de países considerados, se ha producido un aumento muy significativo de las licencias concedidas para la telefonía fija, sobre todo de las concedidas a operadores que pueden ofrecer servicios a nivel local, segmento en el que el nivel alcanzado destaca dentro de la UE. La mayoría de estas licencias corresponden a operadores por cable, aunque la cuota de mercado de este tipo de operadores es muy reducida, entre otras circunstancias, porque las exigencias urbanísticas y medioambientales han dificultado el despliegue de la infraestructura necesaria. También el número de operadores que ya están ofreciendo este tipo de servicios es superior en España al de otros países de la UE (véase la parte inferior del cuadro). El número de licencias para los operadores nacionales ha aumentado, asimismo, en una cuantía importante, aunque existe un cierto desfase respecto a la situación en otros países europeos. Este desfase se agudiza si la comparación se realiza en términos del número de operadores que ya están operando en los segmentos de llamadas a larga distancia nacionales o internacionales. Este resultado refleja, al menos en parte, el menor tiempo transcurrido en España desde la apertura del sector(2). Al contrario de lo sucedido con la telefonía fija, en la telefonía móvil no se han producido avances significativos tras la liberalización del sector, ya que, en la actualidad, prestan sus servicios los mismos operadores que tenían licencia antes del 1 de diciembre de 1998 (tres digitales y uno analógico). Pese a ello, la situación en España es similar a la de los países de nuestro entorno económico (en los que es posible encontrar en torno a una licencia analógica y entre tres y cuatro digitales).

Antes de analizar la evolución de las tarifas telefónicas, conviene recordar que el régimen de precios administrados se mantendrá para el antiguo monopolio hasta el 1 de agosto del año 2000. A partir de ese momento, la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT) establecerá para esta compañía un régimen de precios máximos medios para una cesta de servicios, lo que le dará un cierto margen de maniobra para ajustar los precios de los servicios que integran esta cesta de referencia. Por su parte, las nuevas compañías pueden fijar libremente sus tarifas.

Los elementos que tradicionalmente han integrado la factura del teléfono, a parte del IVA, son los siguientes: la cuota de abono, el coste por el establecimiento de la llamada y el coste por pasos consumidos. Además, este último variaba según la franja horaria y el tipo de llamada. Con el fin de ganar cuota de mercado, los nuevos operadores han incidido en distintos aspectos de los elementos anteriores, con el consiguiente abaratamiento de las llamadas. Así, por ejemplo, se empezó por introducir la factura por segundo, en lugar de por pasos. Adicionalmente, algunas compañías han eliminado la cuota de abono y/o la tarifa por establecimiento de la comunicación en cada llamada, mientras que se han ampliado los períodos con tarifas reducidas o incluso han desaparecido las diferencias tarifarias entre determinados tipos de llamadas. La compañía preexistente se ha acogido también a alguna de estas modificaciones. Como resultado de todo ello, la CMT estima que la liberalización del sector ha provocado una reducción de la factura telefónica superior al 10 %.

A pesar de este importante recorte, la comparación de las tarifas de los operadores dominantes en telefonía fija con las que se establecen en otros países de la UE refleja la persistencia de algunas diferencias que podrían ser indicativas de márgenes adicionales para la reducción de precios como consecuencia del aumento de la competencia. La Comisión de las Comunidades Europeas(3) ha utilizado datos de agosto de 1999 para cotejar el coste en términos reales [utilizando la Paridad del Poder de Compra (PPC)] de una cesta de llamadas nacionales (locales, provinciales e interprovinciales) en la que se han tenido en cuenta distintas horas y días de la semana. Con las cautelas que requiere el margen de incertidumbre que acompaña a estas estimaciones, esta información apunta a que, en España, el coste en términos reales del servicio telefónico es todavía superior al de la media de la UE, sobre todo en el caso de las llamadas domésticas de las empresas. Esta situación parece deberse a las llamadas provinciales e interprovinciales. Un ejercicio similar, en el que se comparan los precios de una cesta de llamadas internacionales, dirigidas a todos los países de la OCDE, arroja resultados parecidos.

(1) Con la excepción de Luxemburgo, que lo hizo cinco meses antes; Irlanda, cuyo calendario de liberalización coincide con el de España; Portugal, en enero del 2000; y Grecia, que lo debe hacer a finales de año.

(2) Cabe llamar la atención sobre el hecho de que países como el Reino Unido iniciaron la liberalización en los años ochenta, lo que puede distorsionar la comparación de las cifras del cuadro adjunto.

(3) «Quinto informe sobre la aplicación del conjunto de medidas reguladoras de las telecomunicaciones».

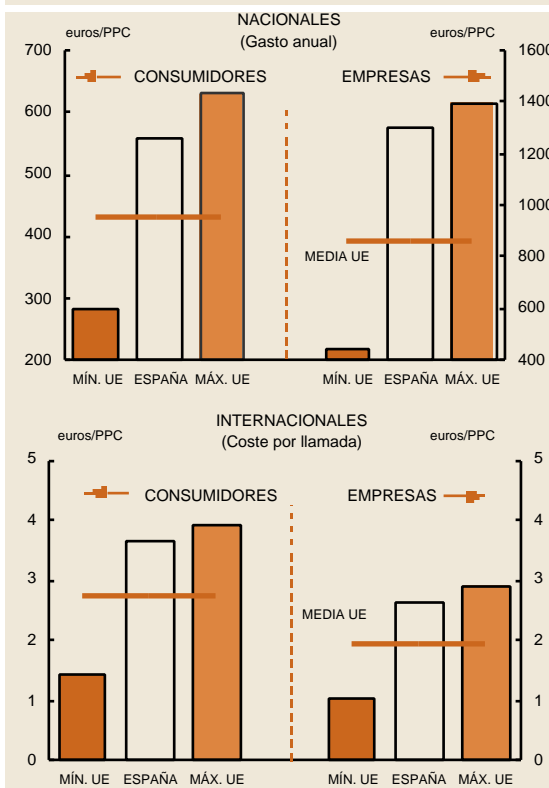
Número de operadores autorizados en telefonía fija

País	Operadores locales (a)		Operadores nacionales	
	Agosto 1998	Septiembre 1999	Agosto 1998	Septiembre 1999
A. AUTORIZADOS:				
Alemania	95	147	21	47
España	22	63	3	27
Francia	36	59	24	40
Italia	9	39	5	36
Reino Unido	172	293	31	135
País	Llamadas nacionales		Llamadas internacionales	
	Locales	De larga distancia		
B. QUE OFRECEN SERVICIOS (septiembre 1999):				
Alemania	22	47	47	
España	26	10	10	
Francia	8	31	31	
Italia	1	12	12	
Reino Unido	36	26	66	

Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas.

(a) Incluye tanto operadores nacionales como locales autorizados para ofrecer llamadas locales.

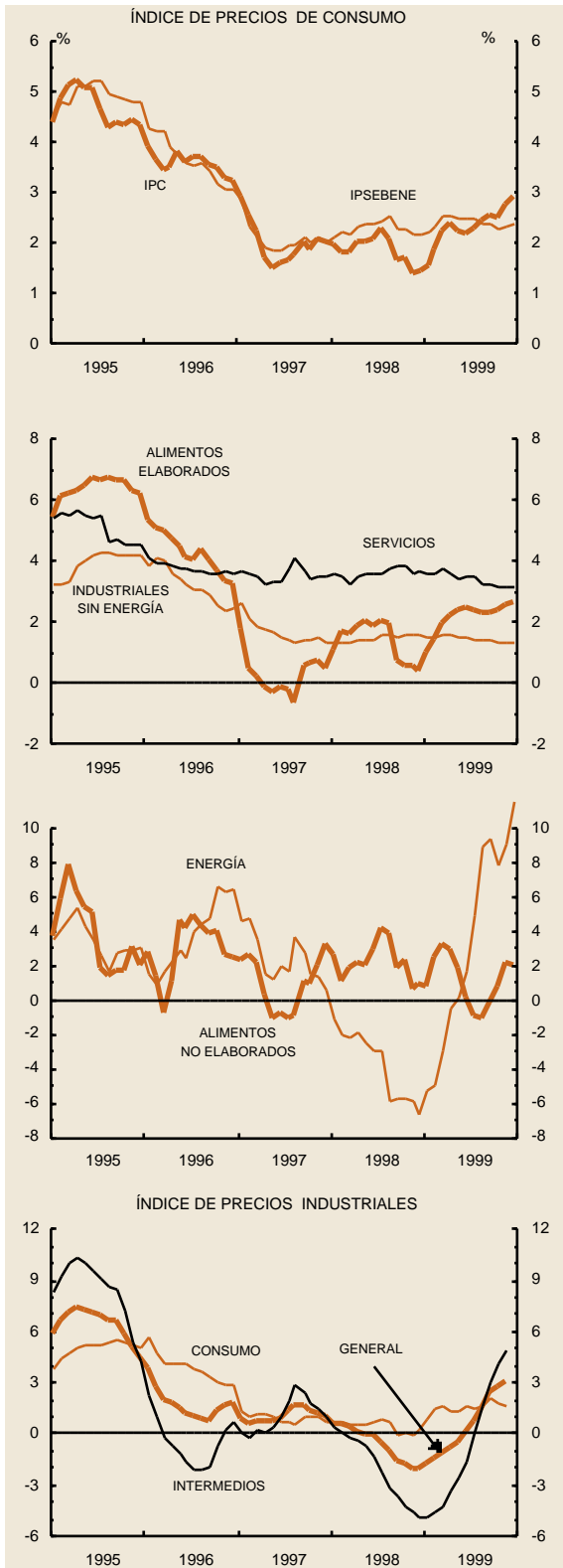
**Coste de llamadas telefónicas
Agosto 1999**



Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas.

GRÁFICO 20

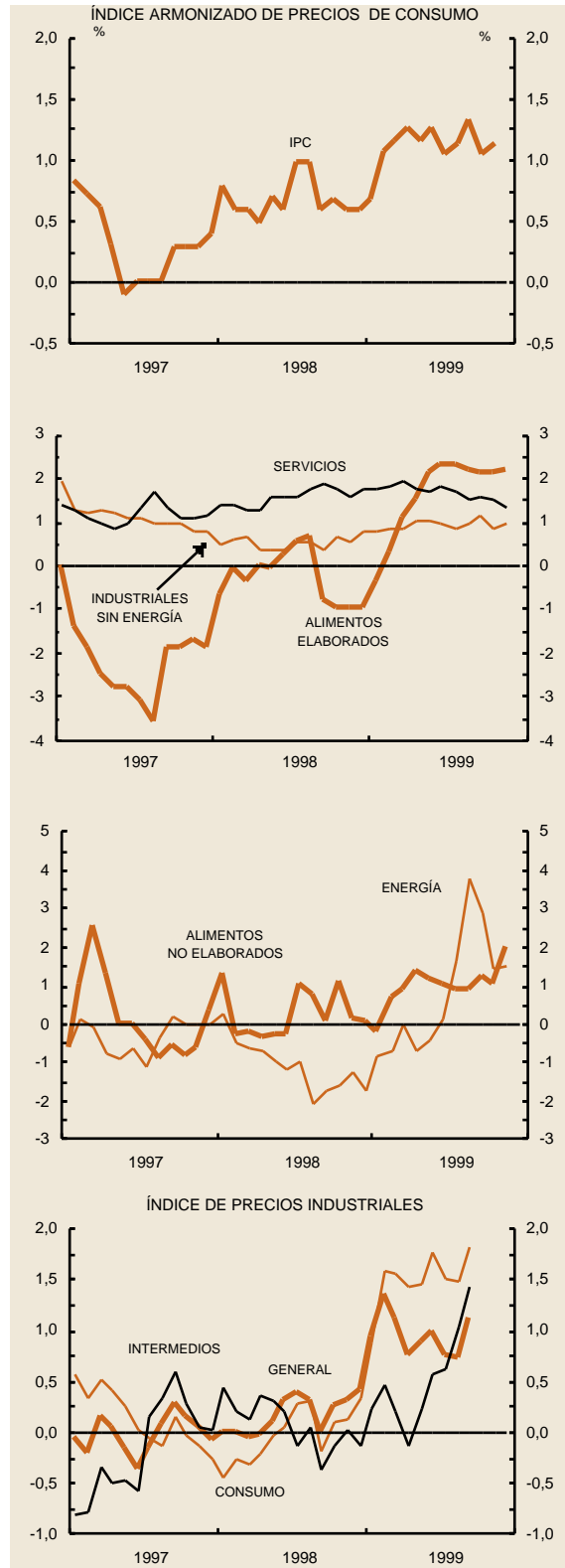
**Indicadores de precios (a)
España**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.
(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

GRÁFICO 21

**Indicadores de precios
Diferenciales con la UEM (a)**



Fuentes: Eurostat y Banco de España.
(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

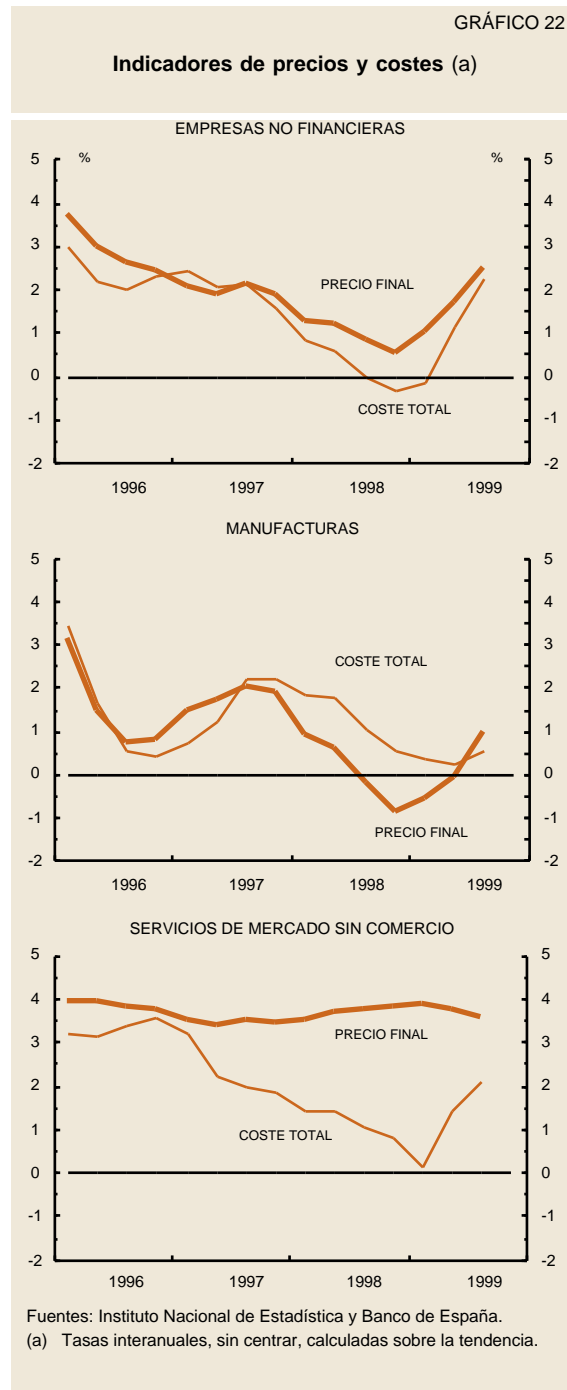
nos de precios de los bienes industriales de consumo. Por otra parte, el alza de los precios energéticos, que ha afectado a toda Europa, se ha traducido, no obstante, en una notable ampliación del diferencial de inflación, tanto en términos del componente energético del IPC como del correspondiente componente del índice de precios industriales.

En cuanto a la evolución de otros indicadores de precios, el IPRI también mostró una aceleración en los meses finales de 1999, situándose en noviembre en el 3,1 %, siete décimas por encima de la tasa interanual de septiembre. La aceleración se generalizó a todos sus componentes. Por su parte, los precios percibidos por los agricultores continuaron reduciéndose en el tercer trimestre de 1999.

A partir de la información sobre precios y costes que se acaba de analizar, se puede inferir cómo se está desarrollando el proceso de formación de precios, a nivel agregado y en las grandes ramas de actividad. Como se puede comprobar en el gráfico 22, hasta el tercer trimestre de 1999 tanto los precios finales como los costes variables medios tendieron a acelerarse en el conjunto del sector privado no financiero, aunque los costes lo hicieron en mayor medida, por lo que el proceso de ampliación de márgenes se detuvo. La aceleración de los costes tuvo su origen en los consumos intermedios, mientras que el coste laboral unitario tuvo un comportamiento comparativamente más estable. A nivel más desagregado se aprecia que fueron las ramas de servicios las que marcaron este perfil de los márgenes. En las manufacturas se observó una recuperación más intensa del precio final que de los costes variables, dado que la aceleración de los consumos intermedios se vio parcialmente contrarrestada por la desaceleración en el coste laboral unitario. En cambio, en los servicios el fuerte aumento de los costes intermedios (téngase en cuenta que esta rama es muy dependiente de la energía) determinó un perfil acelerado de los costes variables. En cualquier caso, este menor ritmo de ampliación de márgenes en los servicios debe valorarse en el contexto de la importante expansión registrada en los años anteriores.

4.4. La actuación del Estado

La ejecución del Presupuesto del Estado en 1999 se saldó con un déficit de 1.057 mm de pesetas, lo que representa una disminución del 5,1 % respecto a la liquidación de 1998 (véase cuadro 2). En términos de necesidades de financiación del Estado (Contabilidad Nacional) solo se dispone de las cifras hasta el mes de



noviembre, con un déficit acumulado del 0,3 % del PIB. A la vista de la reducción del déficit de caja para el conjunto del año y de los datos disponibles en Contabilidad Nacional, cabe esperar que la ejecución presupuestaria permita el cumplimiento del objetivo anual de déficit de las Administraciones Públicas, 1,3 % del PIB para 1999, contenido en la Actualización del Programa de Estabilidad, recientemente publicada. A continuación se comenta la evolución más reciente de ingresos y gastos, utilizando la información de caja, por ser esta la que se encuentra más avanzada al redactar este Informe.

CUADRO 2

Estado. Ejecución presupuestaria

mm de pesetas y %

	Liquidación		Avance de liquidación		Liquidación ENE-SEP		Liquidación	
	1998	1999	Variación porcentual	Variación porcentual	1998 ENE-DIC	1999 ENE-DIC	Variación porcentual	
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5	
1. Ingresos no financieros	17.534	18.450	5,2	3,9	17.534	18.364	4,7	
Impuestos directos	7.457	7.696	3,2	4,4	7.457	7.817	4,8	
<i>IRPF</i>	4.992	5.103	2,2	-3,8	4.992	5.098	2,1	
<i>Sociedades (a)</i>	2.324	2.430	4,5	27,0	2.324	2.558	10,0	
<i>Otros</i>	140	164	16,6	14,0	140	161	14,9	
Impuestos indirectos	7.015	7.916	12,8	12,0	7.015	7.951	13,3	
<i>IVA</i>	4.373	5.090	16,4	14,5	4.373	5.114	17,0	
<i>Especiales</i>	2.391	2.557	7,0	7,6	2.391	2.567	7,4	
<i>Tráfico exterior</i>	132	142	7,3	11,9	132	144	9,2	
<i>Otros</i>	120	127	5,9	4,1	120	126	5,3	
Otros ingresos netos	3.063	2.837	-7,4	-16,7	3.063	2.597	-15,2	
2. Pagos no financieros	18.649	19.445	4,3	6,2	18.649	19.421	4,1	
Personal	3.053	3.108	1,8	-0,8	3.053	2.979	-2,4	
Compras	388	468	20,4	10,7	388	436	12,3	
Intereses	3.334	3.277	-1,7	9,7	3.334	3.178	-4,7	
Transferencias corrientes	9.906	10.330	4,3	7,9	9.906	10.809	9,1	
Inversiones reales	898	1.184	31,9	11,4	898	957	6,6	
Transferencias de capital	1.071	1.079	0,7	-8,1	1.071	1.063	-0,8	
3. Déficit de caja (3 = 1 - 2) (b)	-1.114	-995	-10,7	39,7	-1.114	-1.057	-5,1	
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL (c):								
Ingresos no financieros	17.313	—	—	6,2	15.880	17.037	7,3	
Pagos no financieros	18.529	—	—	8,8	16.129	17.307	7,3	
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (d)	-1.216	-1.194	-1,8	49,9	-249	-270	8,2	

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

(a) La ejecución enero-noviembre de 1999 incluye la totalidad de los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

(b) Este es el «Déficit de caja (no financiero)» de la Intervención General de la Administración del Estado.

(c) Los datos de ejecución (columnas 5 y 6) corresponden al período enero-noviembre, por ser los últimos disponibles del año 1999.

(d) Las cifras anuales (columnas 1 y 2) proceden de la contestación del MEH al cuestionario de Protocolo sobre déficit excesivo (metodología SEC/1979).

La reducción observada en el déficit de caja del Estado para el conjunto de 1999, respecto a la liquidación del año anterior, se debió a un crecimiento de los ingresos no financieros (4,7 %) superior al de los pagos. Como ya se ha señalado en informes anteriores, destacó, por el lado de los ingresos, el intenso dinamismo del IVA y del Impuesto sobre Sociedades y, por el lado de los gastos, la contención del consumo público y el fuerte aumento de las transferencias corrientes. Debe tenerse en cuenta que la evolución de estos dos capítulos de gasto está afectada por el traspaso de las competencias en educación a diversas Comunidades Autónomas.

La ejecución presupuestaria del Estado finalizó el año 1999 con una disminución del déficit, que fue, no obstante, algo inferior a la que proporcionaba la estimación oficial, contenida en el

Avance de liquidación. Ello fue consecuencia de un aumento de los ingresos ligeramente por debajo de lo previsto, debido principalmente a los menores ingresos por transferencias corrientes y de capital. Por el contrario, la recaudación impositiva superó a la previsión oficial del Avance, en gran medida por el fuerte dinamismo del Impuesto sobre Sociedades, y los gastos totales del Estado fueron ligeramente inferiores. Este resultado agregado para los gastos esconde, no obstante, un comportamiento divergente entre las distintas partidas. Las transferencias corrientes pagadas superaron notablemente la previsión, lo que se vio más que compensado por la mejor evolución del resto de los capítulos.

Durante el cuarto trimestre de 1999, los ingresos no financieros registraron una aceleración respecto a los primeros nueve meses del

RECUADRO 3

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 879 mm de pesetas, según los datos de ejecución presupuestaria hasta octubre de 1999, superior en 374 mm de pesetas al registrado durante el mismo período del año precedente. Este resultado mejora notablemente la previsión presupuestaria para el conjunto del año, que recogía un incremento del déficit de 57 mm de pesetas respecto a la liquidación de 1998, y supone también una mejora adicional respecto a los datos registrados hasta julio, comentados en el anterior «Informe trimestral de la economía española».

Esta evolución se debió a un crecimiento de los ingresos no financieros del 8,2 % hasta octubre, muy superior a la previsión presupuestaria (4,9 %) y al incremento de los pagos no financieros (4,8 %). Los ingresos por cotizaciones sociales aumentaron un 8 % (6,3 % en el conjunto de 1998), rebasando en más de cuatro puntos porcentuales lo previsto en el Presupuesto, debido, sobre todo, al elevado dinamismo de las afiliaciones. De hecho, el número de afiliados creció un 5,5 % en el conjunto de 1999, frente al 5,1 % en 1998. La otra fuente importante de ingresos, las transferencias corrientes procedentes del Estado, también registró un incremento superior al presupuestado.

En cuanto a los pagos, su crecimiento durante los diez primeros meses de 1999 se situó algo por debajo de la previsión presupuestaria para el conjunto del año. Destaca la evolución del gasto en pensiones contributivas, que aumentó un 4,6 % hasta octubre (5,3 % en el conjunto de 1998), más de un punto porcentual por debajo de lo presupuestado. Por el contrario, las prestaciones por Incapacidad Temporal registraron una tasa de variación que todavía resulta superior a la prevista en el Presupuesto.

En lo relativo al INEM, se dispone de información sobre las cotizaciones sociales por desempleo percibidas hasta julio, que crecieron en dicho período un 11,3 % respecto al mismo período del año precedente, y de las prestaciones por desempleo hasta noviembre, observándose una caída del 2,9 %. Ambas circunstancias se explican por la buena evolución del empleo. Sin embargo, y a pesar de que la caída del paro registrado en 1999 superó a la del año anterior, la reducción de dichas prestaciones resultó bastante menor que la que tuvo lugar en el conjunto de 1998 (un 7,9 %). Ello pudo ser debido a que la disminución del desempleo se habría concentrado en colectivos, como el de parados de larga duración, sin derecho a prestación, lo que produjo un aumento en la tasa de cobertura. Por último, las bonificaciones para fomento del empleo se incrementaron un 56 % hasta agosto.

Sistema de Seguridad Social (a)
(Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas) (b)
(Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos)

mm de pesetas y %

	Liquidación		Presupuesto		Liquidación ENE-JUL		Liquidación ENE-OCT	
	1998	1999	%	%	1998	1999	%	%
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5	8
Ingresos no financieros	12.891	13.519	4,9	8,5	10.893	11.785		8,2
Cotizaciones sociales (c)	8.715	9.032	3,6	8,2	7.155	7.722		7,9
Transferencias corrientes	4.023	4.326	7,5	8,9	3.617	3.931		8,7
Otros (d)	153	160	4,3	9,4	122	132		8,1
Pagos no financieros	12.909	13.593	5,3	4,9	10.388	10.905		5,0
Personal	2.049	2.144	4,7	5,8	1.744	1.837		5,3
Gastos en bienes y servicios	1.249	1.285	2,9	6,3	1.010	1.077		6,6
Transferencias corrientes	9.438	9.959	5,5	4,5	7.531	7.881		4,6
Prestaciones	9.377	9.896	5,5	4,5	7.476	7.823		4,6
<i>Pensiones contributivas</i>	7.453	7.892	5,9	4,5	5.851	6.122		4,6
<i>Incapacidad temporal</i>	526	505	-4,1	2,1	406	414		1,9
<i>Resto (e)</i>	1.397	1.499	7,3	5,1	1.219	1.287		5,6
Resto transferencias corrientes	61	64	4,3	6,0	55	58		5,8
Otros (f)	174	205	18,2	10,9	103	110		6,8
Saldo no financiero	-18	-75	—	134,8	505	879		74,1

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

(a) Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues se carece de los correspondientes a las Otras Administraciones de Seguridad Social para el año 1999.

(b) Las transferencias a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales transferidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto, según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1995 (último año disponible).

(c) Incluye recargos y multas.

(d) Excluye recargos y multas, y la colaboración de la industria farmacéutica.

(e) Minorado por la colaboración de la industria farmacéutica.

(f) Minorados por la enajenación de inversiones.

año. Tanto los impuestos directos como los indirectos elevaron el ritmo de crecimiento acumulado hasta el tercer trimestre, mientras que el conjunto de los otros ingresos netos atenuó su caída. Por otra parte, se mantuvo el contraste entre la fortaleza de la imposición indirecta y el débil crecimiento de los impuestos directos, y dentro de estos, entre la evolución del IRPF y la del Impuesto sobre Sociedades.

La recaudación del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas pasó de caer el 3,8 % hasta septiembre a incrementarse un 2,1 % al final del año, debido básicamente a la corrección del efecto derivado del adelanto de las devoluciones correspondientes a la campaña del ejercicio 1998. Las retenciones del trabajo, pese a la aplicación de la reforma del impuesto, mantuvieron su crecimiento en torno al 3,5 %, como resultado de la evolución favorable del empleo. Por el contrario, las retenciones del capital intensificaron su ritmo de caída, situándola en el 19,1 %, como consecuencia, sobre todo, de los menores porcentajes de retención establecidos para 1999. Al contrario que el IRPF, la recaudación del Impuesto sobre Sociedades redujo su ritmo de crecimiento en relación con el tercer trimestre, debido, fundamentalmente, a los menores ingresos por plusvalías afluídas en privatizaciones, pese a lo cual mostró todavía una elevada tasa de variación. Este incremento se debió, además de a los buenos resultados empresariales, a las menores devoluciones que tuvieron lugar en los primeros meses de 1999, y, en menor medida, a las retenciones sobre ganancias de fondos de inversión (aplicadas solo desde febrero de 1999).

La recaudación de los impuestos indirectos se aceleró en relación con los primeros nueve meses del año, impulsada por la evolución del IVA, que, como se ha dicho en informes anteriores, mostró en el conjunto de 1999 un crecimiento superior al que, según las relaciones históricas estimadas, vendría explicado por el comportamiento del consumo y de las importaciones. Este dinamismo se extendió, si bien con menor intensidad, a otras rúbricas de la imposición indirecta, destacando los impuestos que gravan la energía (debido al incremento de los precios del petróleo) y el impuesto sobre determinados medios de transporte, reflejo del fuerte crecimiento en la matriculación de vehículos.

El resto de ingresos redujo algo su caída respecto a la producida hasta septiembre, como consecuencia, sobre todo, de la evolución de las transferencias corrientes y de capital. La disminución del conjunto de otros ingresos netos en 1999 (15,2 %) se debió principalmente al descenso de los dividendos por privatizacio-

nes y al de las diferencias entre los valores de reembolso y de emisión de deuda pública. Por el contrario, los beneficios del Banco de España experimentaron un fuerte crecimiento, debido a las plusvalías generadas por el traspaso de reservas al Banco Central Europeo.

En cuanto a los gastos no financieros, en el cuarto trimestre desaceleraron su ritmo de crecimiento en relación con el acumulado hasta septiembre, debido, principalmente, a la evolución de los pagos por intereses. Estos pasaron de un crecimiento del 9,7 % en el tercer trimestre, afectado por los diferentes calendarios de vencimientos de la deuda en 1998 y 1999, a una reducción del 4,7 % al final del año. No obstante, este capítulo de gasto ha superado lo previsto inicialmente como resultado de las operaciones de amortización anticipada de deuda para su canje. Por el contrario, las transferencias corrientes registraron un crecimiento del 9,1 %, debido, en su mayor parte, a las transferencias a la Seguridad Social y a las Administraciones Territoriales. Destaca el incremento, del 14,9 %, de las dirigidas a las Comunidades Autónomas en concepto de su participación en los ingresos del Estado. Parte de este aumento se debió, como quedó dicho en anteriores informes, a los traspasos en materia de enseñanza no universitaria a determinadas CCAA, lo que a su vez explica el descenso en los gastos de personal del Estado. La aportación a la Seguridad Social para financiar las operaciones corrientes del INSALUD aumentó un 10,2 %, debido a la asunción por parte del Estado del coste total de la sanidad. Por el contrario, las transferencias destinadas al INEM disminuyeron un 28,5 %, como consecuencia de la favorable evolución del mercado de trabajo.

Respecto a las operaciones de capital, las inversiones reales experimentaron un moderado crecimiento, mientras que las transferencias de capital disminuyeron ligeramente. Ello fue debido principalmente a la fuerte caída de los subsidios de intereses de préstamos para la adquisición de vivienda. Por el contrario, los pagos efectuados a las CCAA por el Fondo de Compensación Interterritorial registraron un crecimiento notable.

4.5. La balanza de pagos y la cuenta de capital en la economía

En el conjunto de los diez primeros meses de 1999, el saldo total de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 1.459 millones de euros, que contrasta fuertemente con el superávit de 5.974 millones de

euros observado en el mismo período del ejercicio anterior. Este resultado refleja, fundamentalmente, el intenso aumento que ha experimentado el déficit comercial durante este período, que no ha podido ser compensado por la notable mejora del superávit turístico. A pesar de la recuperación de los últimos meses, las exportaciones de bienes han mostrado un ritmo de avance moderado en el conjunto del período, mientras que las importaciones han mantenido un elevado vigor, lo que, unido al fuerte empeoramiento que ha acusado la relación real de intercambio en los meses recientes, ha propiciado un significativo deterioro del desequilibrio comercial (véase cuadro 3).

En cuanto a los restantes renglones de la cuenta corriente, el déficit de rentas registró una ampliación de 719 millones de euros, debido al descenso que han registrado los ingresos del sistema crediticio, que no ha logrado ser compensado por el elevado dinamismo mantenido por los ingresos correspondientes al sector privado no crediticio, como consecuencia de la fuerte expansión de sus activos en el exterior. En el apartado de los pagos, los correspondientes al sector crediticio y al sector público mantienen un ritmo de avance sostenido, derivado del incremento que han experimentado las inversiones de no residentes en bonos y obligaciones. El superávit por transferencias corrientes, por su parte, se estabilizó prácticamente en los mismos niveles del ejercicio anterior, mientras que el superávit de la cuenta de capital registró una ampliación como consecuencia del mayor avance de las transferencias procedentes de la UE en concepto de FEDER y de FEOGA-Orientación.

Estos datos reflejan, en su conjunto, un incremento sustancial de la necesidad de financiación de la nación, que apuntaría hacia un debilitamiento simultáneo de los saldos no financieros de los sectores de hogares y empresas, ya que las Administraciones siguen reduciendo su necesidad de financiación. A su vez, la evolución de los saldos de hogares y empre-

CUADRO 3		
Balanza de pagos: resumen (a)		
Millones de euros		
	ENE-OCT 1998	ENE-OCT 1999
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	140.353	148.014
Mercancías	82.265	84.921
Servicios	37.238	42.122
<i>Turismo</i>	23.004	25.993
<i>Otros servicios</i>	14.234	16.130
Rentas	10.655	10.014
Transferencias corrientes	10.195	10.957
Cuenta de capital	5.012	5.534
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	138.783	154.250
Mercancías	94.958	106.597
Servicios	20.775	23.739
<i>Turismo</i>	3.791	4.321
<i>Otros servicios</i>	16.984	19.418
Rentas	16.308	16.386
Transferencias corrientes	6.743	7.528
Cuenta de capital	607	757
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	1.569	-6.236
Mercancías	-12.693	-21.676
Servicios	16.464	18.383
<i>Turismo</i>	19.213	21.672
<i>Otros servicios</i>	-2.750	-3.289
Rentas	-5.653	-6.372
Transferencias corrientes	3.452	3.429
Cuenta de capital	4.404	4.777

Fuente: Banco de España.
(a) Avance provisional.

sas se deriva del dinamismo de la inversión residencial y de la inversión productiva privada, en un contexto de favorables perspectivas de crecimiento y avances en la reducción del déficit público.

5. Los mercados y los flujos financieros de la economía española

5.1. Los tipos de interés y los mercados financieros

Los mercados financieros nacionales durante el cuarto trimestre se han visto influidos, al igual que el resto de los mercados europeos, por la subida de medio punto porcentual del tipo de interés de intervención del Eurosistema, que provocó incrementos en los tipos de los mercados monetarios, y por la consolidación de un nivel de los tipos de interés a largo plazo significativamente más elevado que el que se observaba al inicio de 1999. En comparación con los tipos de interés de diciembre de 1998, en enero de 2000 los tipos a tres meses de los mercados monetarios se sitúan a un nivel similar (en torno al 3,3 %), mientras que los tipos de interés a largo plazo son actualmente 170 puntos básicos superiores (véase cuadro 4).

Los tipos de interés en los mercados primarios han experimentado, en general, incrementos en las distintas emisiones realizadas a lo largo del trimestre, en consonancia con la evolución de los mercados secundarios. Así, por ejemplo, el Tesoro ha incrementado el tipo marginal de las letras a un año hasta el 3,8 % en la última subasta celebrada en enero, lo que supone casi un punto porcentual más que la rentabilidad ofrecida a finales de 1998. En el caso de las obligaciones a diez años, en la subasta correspondiente al mes de enero el tipo marginal de la emisión se situó en el 5,8 %.

En cuanto a la evolución de los mercados de renta variable, hay que señalar que durante el último trimestre del año las bolsas nacionales han experimentado un fuerte impulso, especialmente en los meses de noviembre y diciembre. Este comportamiento alcista se ha debido, principalmente, al menor clima de incertidumbre en cuanto a la evolución de los tipos de interés, tras la subida del tipo oficial del Eurosistema, y a las favorables perspectivas de crecimiento económico para el año 2000 que se perfilan para el conjunto de la zona del área del euro, en general, y para el caso de España, en particular. En concreto, el Índice General de la Bolsa de Madrid ha mostrado en esos dos meses los mayores crecimientos de las bolsas europeas, situándose la revalorización acumulada a lo largo de 1999 por encima del 16 %, que contrasta con la atonía observada hasta el mes de octubre. No obstante, a pesar de esta favorable evolución al final del año, en el conjunto de 1999 la revalorización de la bolsa española fue inferior a la observada el año anterior, que ascendió al 37 %. Asimismo, estas ganancias han sido menores que las obtenidas en el resto de los mercados europeos. En cualquier caso, hay que señalar que el fuerte dinamismo de la Bolsa en este final del año se ha caracterizado por

CUADRO 4

Tipos de interés y mercados financieros nacionales (a)

	1998		1999				Pro memoria: ENE 2000
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	
MONETARIOS:							
Euribor a tres meses	3,73	3,17	3,05	2,63	2,73	3,44	3,32
BANCARIOS:							
Tipo sintético pasivo	2,67	2,06	1,91	1,66	1,69	1,93	...
Tipo sintético activo	5,80	5,15	5,02	4,54	4,71	5,03	...
TESORO:							
Subasta de letras a doce meses (b)	3,67	2,95	2,94	2,75	3,17	3,75	3,90
Subasta de bonos a tres años	3,96	3,54	3,51	3,29	4,28	4,56	4,83
Subasta de obligaciones a diez años	4,75	4,32	4,40	4,59	5,27	5,38	5,79
MERCADOS SECUNDARIOS:							
Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,64	2,88	2,91	2,68	2,99	3,60	3,54
Deuda pública a diez años	4,47	4,08	4,25	4,60	5,31	5,37	5,74
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,43	0,20	0,22	0,25	0,26	0,19	0,20
Diferencial pagarés de empresa con letras del Tesoro	0,19	0,33	0,18	0,21	0,20	0,17	...
Diferencial obligaciones privadas con deuda pública a más de dos años	0,11	0,58	0,07	0,08	0,22	0,21	...
Índice General de la Bolsa de Madrid (c)	8,72	37,19	-0,12	4,22	-1,21	16,22	-1,20

Fuente: Banco de España.

(a) Datos medios diarios del último mes del trimestre.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Variación porcentual acumulada del Índice desde comienzos de año.

Última información disponible: 20 de enero de 2000.

una significativa asimetría, en la medida en que los aumentos de precios se han concentrado en el sector de las telecomunicaciones, mientras que el resto de sectores ha experimentado incrementos modestos. En los días transcurridos del mes de enero, los mercados bursátiles se han caracterizado, de nuevo, por un comportamiento muy errático, dominado por la realización de beneficios, y donde prácticamente solo el sector de telecomunicaciones sigue siendo el principal dinamizador de este mercado.

Por lo que se refiere a los tipos de interés bancarios, durante el último trimestre del año las entidades bancarias han continuado trasladando a sus operaciones pasivas y activas el incremento de rentabilidades que se ha producido en los mercados financieros. No obstante, como ya se ha mencionado en los últimos informes mensuales de coyuntura, desde los meses de verano, en que tanto los tipos de las operaciones activas como pasivas alcanzaron un nivel mínimo, esta transmisión ha sido lenta. Desde el mes de julio, el tipo de sintético de las operaciones pasivas se ha revisado al alza en casi 30 puntos básicos, hasta el 1,9 %. Por su parte, las entidades bancarias han ajustado

más rápidamente al alza los tipos de sus operaciones activas, que desde el mes de julio se han incrementado en 43 puntos básicos, situándose en el 5 % al final del año. La evolución al alza de los tipos de los mercados monetarios ha hecho que en el cuarto trimestre de 1999 se observe un mayor acercamiento de los tipos bancarios españoles a los ofrecidos en el conjunto de la zona del euro, que dependen, en mayor medida, de la trayectoria de los tipos de interés a largo plazo.

5.2. Los flujos financieros del conjunto de la economía

Con la información de las cuentas financieras de la economía española correspondientes al tercer trimestre de 1999, se observa que ha continuado el proceso de lenta disminución del ahorro financiero neto de la nación, iniciado en los últimos años y provocado, principalmente, por la caída en el ahorro del sector privado, que el incremento en el ahorro de las Administraciones Públicas solo ha podido atenuar (véase cuadro 5). Esta evolución tiene un componente cíclico, puesto que en las fases de alto creci-

CUADRO 5

Ahorro y posición financiera

	AHORRO FINANCIERO EN % DEL PIB (Datos acumulados de cuatro trimestres)									
	Media 1988- 1992	Media 1993- 1997	1997	1998				1999		
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Ahorro financiero de la nación	-2,6	0,5	1,5	1,3	1,0	1,1	0,9	0,9	0,7	0,2
Empresas no financieras y familias	-0,2	4,9	3,1	2,6	2,0	2,1	1,7	1,5	1,1	0,7
<i>Empresas no financieras</i>	-4,0	-0,7	-0,7	-0,1	-0,9	-0,7	-1,0	-0,9	-0,9	-1,2
<i>Familias</i>	3,8	5,6	3,8	2,7	2,9	2,8	2,8	2,5	2,0	1,9
Instituciones de crédito (a)	1,4	0,7	0,6	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Inversores institucionales (b)	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Administraciones Públicas	-3,8	-5,3	-2,4	-2,2	-2,0	-1,7	-1,7	-1,4	-1,1	-1,3

	POSICIÓN FINANCIERA EN % DEL PIB (c) (Datos del cuarto trimestre)							
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 (e)
Posición financiera de la nación	-16,5	-18,9	-19,3	-18,0	-17,7	-18,1	-19,2	-17,6
Empresas no financieras y familias	39,4	47,5	52,9	59,2	68,5	77,2	86,2	86,2
<i>Empresas no financieras (d)</i>	-17,1	-16,2	-13,6	-10,9	-6,8	-4,8	-0,4	0,8
<i>Familias</i>	56,5	63,6	66,4	70,1	75,3	82,0	86,6	85,4
Instituciones de crédito (a) (d)	12,4	13,9	12,9	12,1	12,8	14,2	14,2	14,7
Inversores institucionales (b)	-1,1	-1,2	-1,0	-0,9	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6
Administraciones Públicas	-34,9	-41,7	-46,2	-50,3	-52,6	-52,0	-49,7	-48,0

Fuente: Banco de España.

(a) Definido según la 1ª Directiva bancaria.
 (b) Empresas de seguro, instituciones de inversión colectiva, y sociedades y agencias de valores.
 (c) Calculada como diferencia entre el saldo de activos financieros y de pasivos.
 (d) Excluidas las acciones del pasivo.
 (e) Datos del tercer trimestre.

miento económico los agentes del sector privado tienden a endeudarse en mayor medida, mientras que las cuentas públicas mejoran, aunque, en su conjunto, el ahorro de la nación se reduce, puesto que la demanda interna se expande a un ritmo mayor que el producto. De esta forma, en el tercer trimestre la capacidad de financiación de la nación estaba próxima al equilibrio (en torno al 0,2 % del PIB), frente a un nivel de casi el 1 % del PIB en 1998.

Al analizar la situación financiera en términos de los saldos de activos y pasivos financieros, el panorama es diferente, puesto que esos saldos son el resultado tanto de las propias operaciones financieras realizadas como de los cambios en los precios de los instrumentos financieros. Así, por ejemplo, la posición financiera de la nación, obtenida como la diferencia entre activos y pasivos financieros frente al exterior, ha reducido su saldo deudor en 1999 y se situaba en el tercer trimestre de 1999 en torno a un -17,5 % del PIB (es decir, el saldo de pasivos frente al exterior es superior al de los activos frente a no residentes). En el caso de las familias y de las empresas no financieras, el

significativo aumento de su posición financiera neta —también denominada, en ocasiones, riqueza financiera neta— que ha tenido lugar desde 1992 se estancó en la parte transcurrida de 1999. Debe tenerse en cuenta que, junto a las operaciones de ahorro y endeudamiento, la evolución de esa posición ha sido muy dependiente de la trayectoria de los precios de los activos financieros y, en especial, de las acciones. En este sentido, la atonía de los mercados bursátiles nacionales durante los tres primeros trimestres de 1999 ha influido en la evolución de la posición financiera de las familias y de las empresas. Sin embargo, la recuperación de las cotizaciones en los últimos meses del año habrá conducido previsiblemente a un aumento de esta riqueza financiera neta a finales de 1999.

La evolución antes descrita del ahorro financiero neto de la nación es coherente con la información disponible sobre la cuenta financiera de la balanza de pagos, que, en la actualidad, recoge datos hasta el mes de octubre (véase cuadro 6). De acuerdo con esta cuenta financiera, el flujo neto de financiación frente al exte-

CUADRO 6

Detalle de la cuenta financiera de la balanza de pagos

Millones de euros

	1997	1998	ENE-OCT	
			1998	1999
SALDO DE LA CUENTA FINANCIERA	-2.775	-1.188	-2.891	4.172
VARIACIÓN DE PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR	34.479	65.681	68.014	78.393
Inversiones directas (a)	5.621	10.152	7.913	7.898
Inversiones de cartera (b)	11.068	15.354	19.629	30.842
Administraciones Públicas	9.952	4.125	9.409	18.226
Otros sectores residentes	1.183	8.469	7.732	6.621
Sistema crediticio	-67	2.760	2.488	5.995
Otras inversiones	17.790	40.176	40.472	39.653
Administraciones Públicas	21	866	-60	-545
Otros sectores residentes	544	4.319	3.900	10.997
Sistema crediticio	17.226	34.991	36.632	29.201
VARIACIÓN DE ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR	37.255	66.870	70.905	74.221
Inversiones directas	10.970	16.507	14.440	29.708
Otros sectores residentes	9.844	14.756	12.199	30.656
Sistema crediticio	1.126	1.751	2.241	-948
Inversiones de cartera	14.377	40.985	26.554	39.399
Otros sectores residentes	10.049	29.873	19.055	23.768
Sistema crediticio	4.328	11.112	7.499	15.631
Otras inversiones	1.555	21.625	29.042	25.303
Administraciones Públicas	331	388	308	154
Otros sectores residentes	12.392	17.668	20.236	-6.168
Sistema crediticio	-11.168	3.569	8.498	31.317
Activos de reserva	10.352	-12.248	869	-20.189

Fuente: Balanza de pagos. Banco de España.

(a) Incluye las inversiones de cartera en acciones no cotizadas.

(b) Incluye las inversiones directas en acciones cotizadas.

rior ha cambiado de signo durante 1999, de forma que, a diferencia de lo que ocurrió en años anteriores, la economía española ha obtenido más recursos financieros de los no residentes de lo que ha invertido en el exterior. Así, en el período enero-octubre, las entradas netas de capital se elevaron a 4.172 mm de euros.

En cuanto a los activos adquiridos en el exterior, el hecho más relevante durante la parte transcurrida de 1999 es el fuerte aumento de la inversión directa, que ha supuesto duplicar las cifras observadas en el mismo período del año anterior. Este proceso refleja la expansión de las empresas españolas, especialmente, en América Latina, y, en el caso de 1999, viene muy influido por la significativa adquisición de activos exteriores que ha supuesto la absorción de la empresa argentina YPF por parte de Repsol. Hay que destacar, asimismo, que la creación de la moneda única y la progresiva internacionalización de los flujos financieros han incentivado la diversificación de las inversiones de cartera, puesto que la inversión en valores

nacionales ha ido perdiendo el atractivo que antes poseía en un contexto de moneda propia y los mercados de valores nacionales —especialmente, los de valores privados de renta fija y los mercados bursátiles— resultan demasiado estrechos. La reciente exención de retención a cuenta en el Impuesto de Sociedades respecto a las rentas procedentes de los valores de renta fija de países de la OCDE podría impulsar adicionalmente la demanda de los valores extranjeros.

Por el contrario, la incorporación al área monetaria común no ha conducido a un aumento de los depósitos del sector privado no financiero en el extranjero, sino que se ha liquidado una parte de los depósitos constituidos anteriormente. Esto puede ser una señal de la eficacia de los sistemas de pagos en la UEM, que permite hacer frente a pagos en el extranjero con seguridad y a bajo coste sin necesidad de poseer fondos en la plaza en que se necesitan. Finalmente, como se ha comentado en informes anteriores, la evolución de los depósitos y

Activos y pasivos financieros de las familias y las empresas no financieras

	Saldo último trimestre (a) (b)	Tasas T1,4					
		1998		1999 (b)			
		III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
FAMILIAS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS:							
Activos financieros totales	1.399,1	11,8	14,3	11,0	12,1	14,5	14,9
Activos financieros líquidos	568,8	5,1	5,4	4,5	4,4	5,1	5,4
<i>Medios de pago</i>	271,7	10,2	14,6	14,8	17,5	17,5	12,2
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	297,1	1,8	-1,1	-2,7	-4,9	-4,0	-0,1
Resto de activos financieros	830,4	18,1	22,6	16,5	18,3	22,3	22,5
Pasivos financieros totales	910,4	11,6	13,2	14,4	16,3	16,8	15,8
Financiación bancaria más valores de renta fija	589,0	14,8	16,2	15,9	19,2	19,3	17,2
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	467,5	15,9	15,7	14,8	16,6	15,9	14,9
Resto de pasivos financieros	321,4	6,4	8,3	11,9	11,2	12,5	13,4
FAMILIAS:							
Activos financieros totales	888,3	9,0	12,9	8,7	9,1	11,7	12,0
Activos financieros líquidos	462,8	4,5	3,6	2,2	1,5	1,1	3,1
<i>Medios de pago</i>	205,6	6,5	8,9	10,5	14,1	15,3	14,1
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	257,2	3,3	0,4	-2,8	-6,3	-7,8	-4,3
Resto de activos financieros	425,5	16,1	27,7	17,7	19,3	26,9	23,6
Pasivos financieros totales	369,7	11,1	13,3	15,4	15,1	15,7	14,7
Financiación bancaria más valores de renta fija	260,4	16,5	18,3	18,5	18,3	18,3	16,2
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	235,7	17,2	19,1	19,3	19,0	18,9	16,7
Resto de pasivos financieros	109,2	0,8	3,4	9,0	6,0	9,8	11,2
EMPRESAS NO FINANCIERAS:							
Activos financieros totales	510,8	17,5	17,1	15,6	17,7	19,7	20,5
Activos financieros líquidos	106,0	8,6	14,8	17,2	19,6	26,4	17,1
<i>Medios de pago</i>	66,1	24,7	35,4	30,2	28,8	24,9	6,8
<i>Otros activos financieros líquidos</i>	39,9	-9,9	-13,6	-1,4	6,1	28,6	39,5
Resto de activos financieros	404,8	20,0	17,8	15,1	17,2	18,0	21,4
Del cual: <i>Activos frente a empresas no financieras y familias</i>	190,6	10,5	8,3	8,5	9,0	8,9	10,5
<i>Activos frente al resto del mundo</i>	124,2	61,2	48,4	37,3	41,7	39,9	44,8
Pasivos financieros totales	540,8	11,9	13,1	13,7	17,1	17,7	16,7
Financiación bancaria más valores de renta fija	328,6	13,5	14,5	13,7	19,9	20,2	18,0
<i>Crédito de entidades de crédito residentes</i>	231,8	14,7	12,5	10,4	14,2	13,0	13,0
Resto de pasivos financieros	212,2	9,7	11,1	13,6	12,9	13,9	14,6

Fuente: Banco de España.

(a) Miles de millones de euros.

(b) Los datos correspondientes al cuarto trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.

préstamos del sistema crediticio frente al exterior es similar a la del año anterior; la cifra más elevada que se observa en el cuadro 6 viene influida, en buena medida, por los activos frente al Eurosistema, que surgen en el balance del Banco de España como consecuencia de los flujos financieros que se producen entre las entidades de crédito españolas y del resto de la UEM.

Por el lado de los pasivos frente al exterior, lo más significativo es, en primer lugar, la recuperación de las colocaciones de deuda pública

en el extranjero, lo que, unido a la evidencia sobre las carteras de los inversores nacionales, sugiere que en el conjunto de la UEM se está produciendo un amplio proceso de diversificación de carteras. En segundo lugar, hay que destacar que el sector privado ha recurrido por una magnitud relativamente elevada, si se compara con 1998, a la financiación exterior, lo cual puede apuntar a que algunas empresas españolas están cubriendo con recursos exteriores la adquisición de activos extranjeros. En tercer lugar, las entidades de crédito españolas siguen apelando de forma significativa a la finan-

ciación exterior, con el fin de cubrir la brecha existente entre el ritmo de crecimiento del crédito y de los depósitos. Finalmente, la inversión directa en España ha mostrado, en el período de 1999 para el que se dispone de información, un perfil muy similar al del año anterior, lo que sugiere que, definitivamente, la economía española ha alcanzado un grado de madurez que propicia más que su sector empresarial invierta en el exterior que el que sea destinataria de capital externo.

En resumen, atendiendo a los flujos de capital por sectores, se observa que el sector privado no financiero ha continuado adquiriendo activos en el exterior en términos netos; esta salida de capitales, junto con el saldo de la balanza por cuenta corriente y de capital, se ha financiado mediante la obtención de recursos netos en el exterior por parte de las Administraciones Públicas y, sobre todo, de las entidades de crédito.

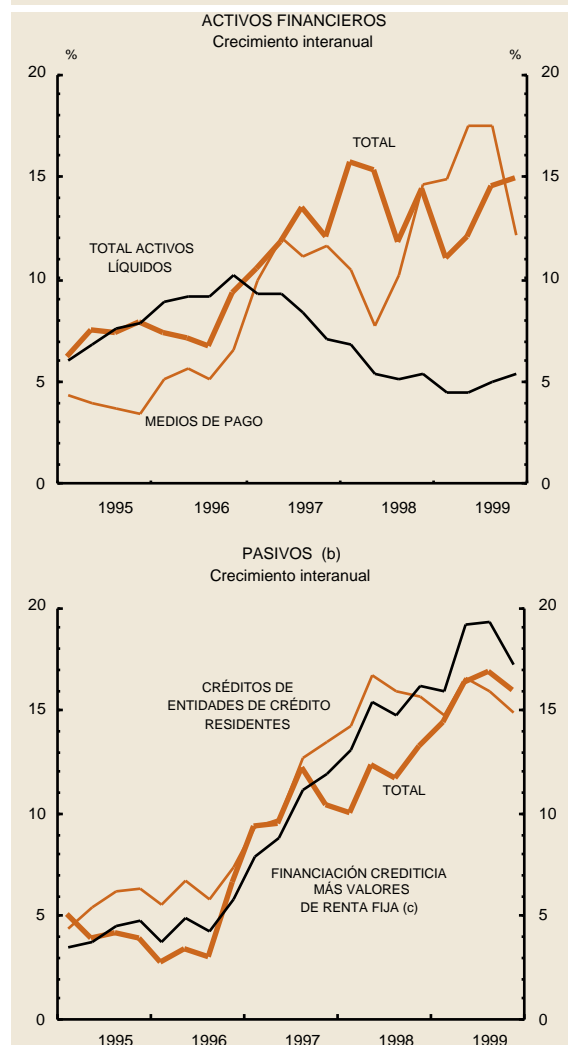
5.3. Flujos financieros de las empresas no financieras y de las familias

En el tercer trimestre de 1999, el ahorro financiero neto del sector privado no financiero se redujo cuatro décimas frente al trimestre anterior, hasta el 0,7 % del PIB, que es una disminución similar a la observada en el segundo trimestre del año. De acuerdo con las estimaciones realizadas, que se basan en la información provisional disponible sobre algunas partidas de activos y pasivos financieros, en el último trimestre de 1999 esa caída del ahorro financiero del sector privado tendería a detenerse, pues se espera que se recupere el ritmo de inversión en activos financieros y, en cambio, se modere el de asunción de nuevos pasivos.

Por el lado de los activos financieros, se aprecia que en los últimos trimestres se ha producido una cierta recuperación en el ritmo de crecimiento de las inversiones financieras del sector privado, de manera que al acabar 1999 podrían estar experimentando una tasa interanual de crecimiento de casi el 15 %. Como se observa en el cuadro 7 y en el gráfico 23, las pautas de avance son muy diferentes por instrumentos: mientras que los denominados activos financieros líquidos han crecido a un ritmo del 5 % interanual, tanto los medios de pago —que son los activos que presentan el más alto grado de liquidez, y que incluyen el efectivo, los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro— como el conjunto de activos financieros que no se consideran líquidos —formado, entre otros, por las acciones— han mostrado unas tasas de expansión más elevadas. En este sentido, la fuerte expansión de los medios

GRÁFICO 23

Empresas no financieras y familias (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Los datos del cuarto trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.

(b) Excluidas las acciones.

(c) No incluye el crédito comercial.

de pago, que están especialmente vinculados a las decisiones de gasto inmediatas, y de otros activos no líquidos, pero susceptibles de dar lugar a intensos incrementos de la riqueza financiera de los agentes, por aumento de los precios en los mercados financieros, ofrecen la impresión de que el actual crecimiento de las inversiones financieras de las familias y de las empresas puede financiar, con cierta facilidad, una expansión continuada de la demanda.

El panorama que arroja la información sobre los pasivos financieros del sector privado confirma esta valoración, puesto que se mantienen

unos elevados ritmos de crecimiento de distintos agregados de financiación. La única nota de alivio es que la continuada expansión del endeudamiento de las familias y empresas no financieras ha alcanzado un máximo en el tercer trimestre de 1999, de forma que, aunque se mantiene a tasas muy elevadas, se ha producido una ligera desaceleración a finales de 1999. En términos del agregado crediticio del que se dispone de mayor información, que es el de la financiación concedida al sector privado mediante crédito bancario y emisión de valores de renta fija, se estima que su crecimiento a finales de 1999 se haya situado en torno al 17 %, dos puntos por debajo de las tasas de crecimiento observadas en el segundo y el tercer trimestre de ese año.

5.3.1. *Flujos financieros de las familias*

En el tercer trimestre de 1999 ha proseguido el proceso de gradual disminución del ahorro financiero neto de las familias, que se inició en 1995, y que ha venido transcurriendo de modo paralelo a la recuperación de la actividad económica y a la relajación de las condiciones financieras. En el actual período de recuperación económica, que abarca desde 1995, el ahorro financiero neto de las familias ha sido, en media, el 4 % del PIB, muy similar al observado en el período 1987-1991, que fue la anterior fase de expansión del producto. Sin embargo, en el momento álgido del anterior ciclo el mínimo que mostró el ahorro, que fue del 2 % del PIB en 1988, es superior al nivel que se observa en el tercer trimestre de 1999 y al que, previsiblemente, se alcanzará al final del año. Este hecho puede ser debido a una percepción más optimista por parte de las familias de las perspectivas económicas, a las condiciones financieras más expansivas e, incluso, a la acumulación de un nivel significativo de riqueza financiera, y también real, que incentiva el endeudamiento y el gasto. En este sentido, hay que recordar que, mientras que en el anterior ciclo económico la riqueza financiera neta de las familias se encontraba en torno al 60 % del PIB, ese porcentaje se ha elevado al 85 % del PIB en el tercer trimestre de 1999.

Este aumento de la riqueza es especialmente significativo si se tiene en cuenta que ha ocurrido en un período de intenso crecimiento del endeudamiento, lo que supone que se han producido elevadas ganancias de capital, propiciadas, sobre todo, por el proceso de disminución de los tipos de interés, que se han reflejado en aumentos de los precios de diversos instrumentos financieros —en particular, de los valores de renta variable—.

En la última parte de 1999, la riqueza financiera de las familias se ha recuperado como consecuencia de la subida de las cotizaciones bursátiles, con lo que en 1999 puede repetirse lo observado en los dos años anteriores, cuando la mayor parte del aumento en la riqueza financiera de las familias no se debió a la aportación de nuevos flujos de ahorro, sino al aumento del precio de los activos financieros adquiridos (véase gráfico 24).

Cuando se analiza la evolución por separado de los activos y los pasivos financieros de las familias, se observa que en 1999 se ha producido una ligera desaceleración de la tasa de crecimiento de los activos, mientras que el ritmo de asunción de nuevos pasivos se ha incrementado respecto a 1998. Por el lado de los activos, el componente más expansivo en 1999 ha sido el formado por los activos financieros con menor grado de liquidez —como las acciones, las participaciones en fondos de inversión de renta variable e internacional y los productos de seguro—, que ha mostrado tasas de expansión superiores al 20 %. Aunque las expectativas bursátiles no han sido optimistas en buena parte de 1999, se sigue manifestando una predilección de los ahorradores por activos que, aunque presentan un mayor riesgo, son capaces de ofrecer, en contrapartida, una rentabilidad más alta. Respecto a los activos líquidos, se ha constatado una cierta recuperación de su tasa de expansión en el último trimestre de 1999, lo cual puede deberse a que el diferencial entre el nivel de los tipos de interés a largo y a corto plazo se ha reducido en este período. Dentro de los activos líquidos, los medios de pago han seguido presentando los ritmos de crecimiento más intensos, previsiblemente por encima del 14 % a finales de 1999, que contrasta con la expansión interanual experimentada en 1998, que se situaba por debajo del 9 %.

En cuanto a los pasivos de las familias, el componente más dinámico ha sido el crédito bancario, que se estima que creció a una tasa interanual del 16 % en el cuarto trimestre de 1999. En este caso, se ha observado una ligera desaceleración en el ritmo de expansión de este endeudamiento, pues a finales de 1998 mostraba una tasa de avance superior al 18 %. En cualquier caso, se sigue configurando una trayectoria de rápido endeudamiento de las familias, que representa un porcentaje creciente tanto del PIB como de la renta disponible de este sector. El proceso de disminución de los tipos de interés que tuvo lugar entre 1995 y 1999 ha permitido que ese aumento del endeudamiento no haya dado lugar a un incremento de sus costes financieros. Por finalidades, y de acuerdo con la última información recibida, que abarca hasta el tercer trimestre de 1999, el cré-

dito destinado a la adquisición de vivienda ha continuado mostrando un gran dinamismo, mientras que el crédito concedido para la adquisición de bienes duraderos se ha moderado de forma notable, hasta alcanzar una tasa del 11 % en términos interanuales, tras más de dos años de ritmos de expansión muy elevados. El resto de pasivos financieros de las familias, que está constituido, principalmente, por el crédito interempresarial, ha presentado tasas de crecimiento más moderadas, aunque hay que indicar que la relevancia de este componente es menor y la información de la que se dispone para estimarlo es menos fiable.

5.3.2. Flujos financieros de las empresas no financieras

El ahorro financiero neto de las empresas no financieras se redujo en el tercer trimestre de 1999 hasta el -1,2 % del PIB. Al contrario de lo que sucedía para el sector de familias, el nivel actual del ahorro financiero neto de las empresas no resulta bajo en comparación con otras fases similares del ciclo económico: a modo de ejemplo, en el período 1988-1991 el ahorro financiero neto medio de las empresas no financieras en España fue del -3,6 % del PIB, mientras que en los últimos años ha estado en torno al -1 % del PIB. Detrás de esta evidencia pueden encontrarse las menores necesidades de inversión de las empresas españolas en comparación con el período de rápida modernización que tuvo lugar en la segunda mitad de los ochenta y la orientación más decidida de las empresas españolas por la inversión en el extranjero. Estas inversiones exigen contar con los recursos financieros suficientes, ya sea procedentes de la autofinanciación o del endeudamiento, pero, en principio, no afectan al ahorro financiero neto, pues, al mismo tiempo, representan un incremento del saldo de activos financieros en poder de las empresas.

En términos de los activos y pasivos financieros, las empresas continuaron mostrando en la segunda mitad de 1999 un comportamiento muy expansivo, con tasas de crecimiento cercanas al 20 % por el lado de los activos financieros y en torno al 17 % en los pasivos. En cuanto a los activos financieros, el componente más dinámico ha sido la adquisición de activos en el exterior, formado, sobre todo, por los valores de renta variable de empresas extranjeras de las que las empresas españolas han tomado la titularidad. La compra de activos exteriores representa casi la mitad del incremento de activos financieros en poder de las empresas (véase gráfico 25). Los instrumentos líquidos también han mostrado tasas de expansión muy altas, lo cual puede ser indicativo de la buena

GRÁFICO 24

Familias (a)

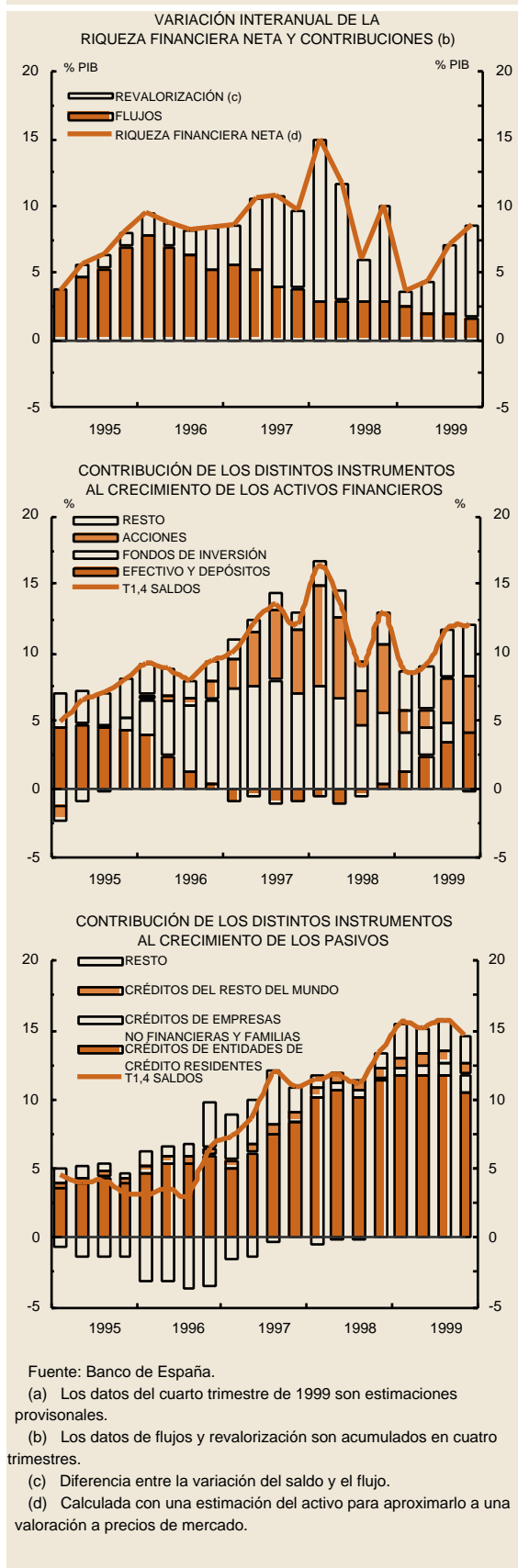
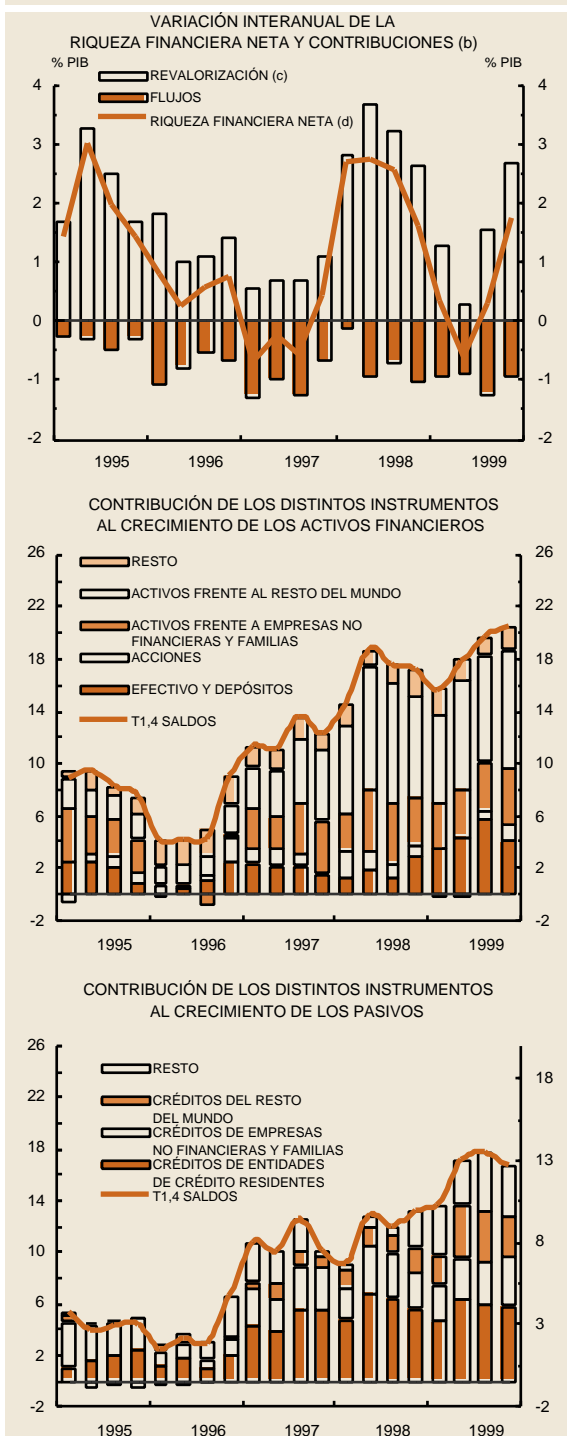


GRÁFICO 25

Empresas no financieras (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Los datos del cuarto trimestre de 1999 son estimaciones provisionales.

(b) Los datos de flujos y revalorización son acumulados en cuatro trimestres.

(c) Diferencia entre la variación del saldo y el flujo.

(d) No se incluyen las acciones en el pasivo. Calculada con una estimación del activo para aproximarlos a una valoración a precios de mercado.

situación en la que se halla la tesorería de las empresas.

El ritmo de asunción de nuevos pasivos por parte de las empresas se aceleró hasta el tercer trimestre de 1999, en que alcanzó una tasa de crecimiento interanual de casi el 18 %, pero, como ocurría en el caso de las familias, se estima que podría moderarse ligeramente en el cuarto trimestre del año. La partida más relevante de los pasivos y la que ha venido mostrando una mayor expansión es la obtención de recursos ajenos mediante la apelación al crédito bancario y a la emisión de valores de renta fija, que, en el tercer trimestre de 1999, experimentaba un ritmo de avance interanual superior al 20 %. Dentro de este componente, el instrumento más dinámico ha sido el crédito procedente del exterior, pues este ha sido uno de los principales canales que las empresas españolas han utilizado para financiar su intensa inversión directa en el extranjero. Atendiendo a la información sobre el destino del crédito, se observa que el ritmo de crecimiento interanual del crédito otorgado al sector industrial y a los servicios disminuyó en el tercer trimestre de 1999, mientras que el crédito concedido a las actividades de construcción ha mantenido una trayectoria ascendente a lo largo del año.

5.4. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

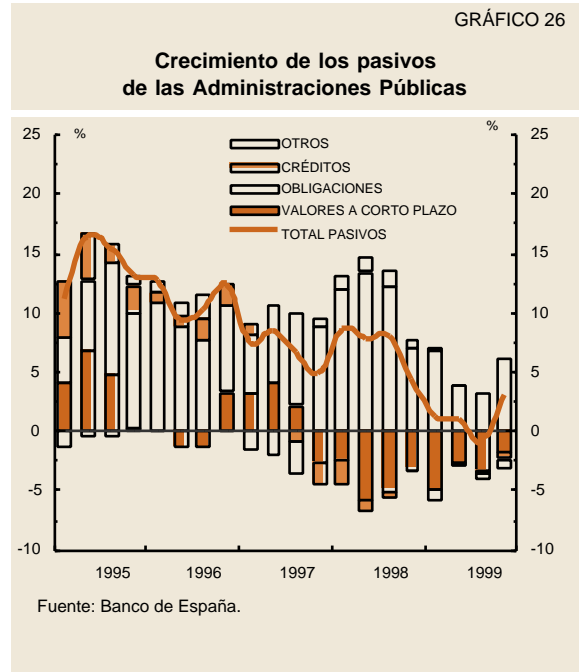
Como se ha comentado en epígrafes anteriores, durante el tercer trimestre de 1999 el déficit de las Administraciones Públicas acumulado en los últimos cuatro trimestres se ha situado en el 1,3 % del PIB, muy por debajo del nivel medio observado en el período 1996-1998, que fue del 3,5 % del PIB, y una décima por debajo de la previsión que proporciona la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2000, que estima que dicha magnitud pueda situarse en el 1,4 % del PIB a finales de 1999.

Las menores necesidades de financiación de las Administraciones Públicas tienen su reflejo en la evolución de los saldos de los pasivos financieros, que han ido disminuyendo su tasa de crecimiento hasta mostrar en el tercer trimestre una tasa de variación interanual negativa del 0,9 % (véase gráfico 26), aunque en el cuarto trimestre de 1999 se prevé un cierto aumento del ritmo de crecimiento de los pasivos. En cuanto a la composición de la financiación por instrumentos durante 1999, la captación de recursos se ha concentrado en las emisiones de valores a medio y largo plazo —que representaron 23.000 millones de euros en términos netos—, en detrimento de los pa-

sivos a corto plazo, que han visto reducir sus saldos en circulación en torno a los 7.000 millones de euros. Esto ha determinado que el porcentaje que representan los bonos y obligaciones sobre el total de pasivos en circulación se situara a finales de 1999 en el 64 %, frente al 59 % de 1998. Simultáneamente a esta recomposición de los plazos de financiación, el Estado ha aprovechado durante el año 1999 la situación de tipos de interés para proceder a reducir el coste financiero futuro de la deuda, mediante la sustitución de pasivos emitidos en el pasado a tipos de interés más elevados por valores con rentabilidades más reducidas. Dicha estrategia se ha saldado con el canje de deuda a medio y largo plazo por un importe de 5.500 millones de euros.

En las subastas celebradas en enero por parte del Estado se ha mantenido una pauta de emisiones similar, con una emisión neta de casi 2.800 millones de euros en bonos y obligaciones y de -729 millones de euros en letras del Tesoro.

En cuanto a la evolución de los activos financieros, se estima que la rúbrica de efectivo y depósitos transferibles, que incluye el depósito de las Administraciones Públicas en el Banco de España, se incrementará en el conjunto del año en torno a 3.500 millones de euros, si bien esta magnitud no ha tenido un comportamiento uniforme a lo largo del ejercicio. Así, durante el primer y tercer trimestre se produjo una reducción del saldo, mientras que en el cuarto



trimestre se prevé un elevado incremento. La evolución de estos depósitos depende, en gran medida, de la utilización que hace el Tesoro del depósito mantenido en el Banco de España, pues este sirve para cubrir los desfases entre las necesidades de liquidez del Tesoro y la captación de recursos financieros netos en los mercados primarios.

28.1.2000.

¿Ha aumentado el grado de integración financiera durante los noventa?

Este artículo ha sido elaborado por Juan Ayuso y Roberto Blanco, del Servicio de Estudios (1).

1. INTRODUCCIÓN

En general, existe la percepción de que, durante los últimos años, el grado de *interrelación* entre los mercados financieros internacionales ha tendido a incrementarse. Así, la crisis asiática de 1997 y la reacción de los mercados internacionales tras la moratoria de la deuda rusa, en el verano de 1998, constituyen dos ejemplos recientes de cómo hechos que afectan a una parte de las economías mundiales han terminado afectando a las valoraciones de los activos negociados en los principales mercados internacionales. En muchas ocasiones, se argumenta que esta aparente mayor interrelación entre mercados es el resultado de una mayor *integración* financiera, entendida esta como una reducción en las barreras de cualquier tipo a las transacciones financieras transfronterizas.

Si, durante la década de los ochenta, la liberalización de los movimientos de capital se suele identificar como el principal elemento que propició una mayor integración, durante los noventa las innovaciones tecnológicas parecen ser las principales impulsoras del proceso. Así, las notables mejoras registradas, por ejemplo, en el sector de las telecomunicaciones han facilitado un acceso más fácil y más rápido de los inversores a los mercados, que, en definitiva, ha supuesto una reducción de los costes de operar entre distintos países. Esto propiciaría un aumento adicional en el grado de interrelación entre los mercados financieros internacionales.

Es posible, sin embargo, que la aparente mayor interrelación entre mercados responda no tanto —o no solo— a una reducción de barreras a las transacciones como a una cierta «globalización» de las noticias que afectan a los precios cotizados en mercados que podrían mantener una cierta segmentación. Así, por un lado, parece también innegable que en los últimos años se ha producido una mayor integración económica entre las distintas áreas, de suerte que sucesos que ocurren en un determinado lugar del mundo terminan por afectar a áreas económicas —y, por tanto, a mercados financieros— relativamente distantes. Por otro, la misma mejora de las telecomunicaciones que ha facilitado el rápido acceso de los inversores a los mercados ha facilitado también la rápida difusión mundial de la información, con independencia de dónde se genere.

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº 9923, *Has financial market integration increased during the nineties?*

La valoración que cabría hacer de un mayor grado de interrelación entre los mercados dependerá de cuál de estos dos fenómenos —menos barreras o mayor globalización de las noticias— sea su principal causante. En términos de bienestar, por ejemplo, una reducción de las barreras implica un incremento en las oportunidades de diversificación —es decir, una reducción en los niveles de riesgo que los agentes tienen que aceptar para obtener un rendimiento dado—, mientras que una mayor globalización significa exactamente lo contrario. De la misma manera, las implicaciones de cada escenario sobre la necesidad de una supervisión global serían diferentes si la información, en lugar de los mercados, fuese más global.

En consecuencia, es importante analizar si la aparente mayor interrelación entre los mercados financieros ha sido realmente causada por un aumento en el grado de integración financiera. En este sentido, el objetivo de este trabajo es, precisamente, estudiar si se ha producido un aumento en el grado de integración financiera durante la década de los noventa, centrándose el análisis en el ámbito de los mercados de renta variable. En la primera parte del trabajo se calculan algunas medidas estándar de movimientos conjuntos o co-movibilidades en las cotizaciones, que, en algunas ocasiones, se han interpretado directamente como medidas de integración, pero que, como se comentará con detalle, solamente reflejan el grado de interrelación entre mercados. Esta primera parte del análisis permite realizar una valoración formal de cómo se ha modificado la interrelación entre los mercados internacionales durante la década de los noventa y, al mismo tiempo, sirve para ilustrar las deficiencias de estas medidas estándar como indicadores directos de la evolución del grado de integración. En la segunda parte del trabajo se calculan dos medidas de integración basadas en un refinamiento del enfoque propuesto por Chen y Knez (1995). La principal ventaja de este enfoque es que se basa en la ley de precio único, de modo que está directamente relacionado con la idea de que mayor integración significa menores barreras a las transacciones entre mercados. La evidencia que se encuentra a partir de dichas medidas sugiere que durante la década de los noventa se ha producido un aumento en el grado de integración entre los mercados de renta variable.

2. MEDIDAS HABITUALES DE INTERRELACIÓN ENTRE MERCADOS

2.1. Medidas de interrelación entre los rendimientos

Probablemente, el enfoque más simple en la literatura para analizar el grado de integración

financiera es el basado en el cálculo de correlaciones entre rendimientos de activos negociados en diferentes mercados. Este enfoque está basado en el supuesto de que, cuanto más integrados estén los mercados, mayor debería ser la co-movilidad de los precios que en ellos se negocian.

En el cuadro 1 se muestran las correlaciones entre los rendimientos semanales de parejas de índices correspondientes a siete mercados bursátiles —Nueva York, Londres, París, Madrid, Francfort, Milán y Tokio— durante los períodos 1990-1994 y 1995-1999. En 15 de las 21 posibles combinaciones, la correlación se incrementa durante la segunda mitad de los noventa. Los seis casos restantes corresponden a las correlaciones entre el índice del mercado de Tokio y el resto. La media de todas estas correlaciones pasa de 0,42 en el período 1990-1994 a 0,54 en el período 1995-1999. Aunque, en un primer momento, esta evidencia parece apoyar la idea de un mayor grado de integración en la segunda mitad de la década, es conocido que una mayor correlación no es ni condición necesaria ni suficiente para mayor integración. Para ilustrar este punto (2), en la parte inferior del cuadro 1 se ha replicado el mismo ejercicio para siete índices sectoriales de la Bolsa de Nueva York. Así, aunque no hay razones para pensar que este mercado se encontraba más integrado consigo mismo durante la segunda mitad de los noventa, en 13 de las 21 combinaciones posibles se produce también un aumento de la correlación en la segunda mitad de la década. Además, en el período 1995-1999 la correlación media entre dichos índices sectoriales resulta ser 0,47, es decir, inferior a la correlación media que, para el mismo período, se encuentra para los índices de las bolsas nacionales. Dado que no parece razonable pensar que el grado de integración es mayor entre mercados que dentro de cualquiera de ellos, debe concluirse necesariamente que este enfoque no es adecuado.

Un enfoque alternativo que se ha utilizado también en la literatura consiste en medir hasta qué punto los rendimientos de un mercado son útiles para explicar los rendimientos de otros mercados. En el cuadro 2 se muestran los principales resultados que se obtienen al aplicar este enfoque a los siete índices de bolsas nacionales seleccionados en este trabajo. Más concretamente, el cuadro muestra, para cada uno de los siete mercados anteriormente comentados, qué porcentaje del comportamiento de las cotizaciones que no puede explicarse

(2) Para una presentación formal del argumento, véase Adler y Dumas (1983).

CUADRO 1

**Correlación entre índices bursátiles
Datos semanales**

	A) ENTRE MERCADOS NACIONALES (a)											
	Estados Unidos		Reino Unido		Francia		España		Alemania		Italia	
	1990-1994	1995-1999 (b)	1990-1994	1995-1999 (b)	1990-1994	1995-1999 (b)	1990-1994	1995-1999 (b)	1990-1994	1995-1999 (b)	1990-1994	1995-1999 (b)
Reino Unido	0,42	0,61										
Francia	0,39	0,60	0,58	0,70								
España	0,40	0,59	0,51	0,70	0,58	0,74						
Alemania	0,29	0,58	0,53	0,70	0,62	0,74	0,52	0,74				
Italia	0,20	0,45	0,38	0,53	0,42	0,62	0,45	0,67	0,47	0,60		
Japón	0,34	0,33	0,37	0,32	0,34	0,32	0,46	0,30	0,31	0,28	0,24	0,23
	B) ENTRE SECTORES DEL MERCADO AMERICANO (c)											
	TECS		XF		HLTS		CPGS		ENRS		XU	
	1990-1994	1995-1999 (b)	1990-1994	1995-1999 (b)	1990-1994	1995-1999 (b)	1990-1994	1995-1999 (b)	1990-1994	1995-1999 (b)	1990-1994	1995-1999 (b)
XF	0,63	0,55										
HLTS	0,43	0,53	0,42	0,67								
CPGS	0,84	0,69	0,73	0,75	0,48	0,60						
ENRS	0,29	0,25	0,39	0,45	0,29	0,32	0,47	0,47				
XU	0,28	0,08	0,46	0,46	0,29	0,36	0,37	0,31	0,46	0,40		
XT	0,62	0,45	0,66	0,68	0,38	0,45	0,78	0,71	0,39	0,42	0,34	0,34

(a) Los índices que se han considerado son: S&P500 para Estados Unidos, FTSE para el Reino Unido, CAC 40 para Francia, IGBM para España, MIB para Italia y Nikkei 225 para Japón.
(b) Hasta junio.
(c) TECS: sector tecnológico. XF: sector financiero. HLTS: sector de sanidad. CPGS: sector de bienes de capital. ENRS: sector energético. XU: sector de servicios básicos (*utilities*). XT: sector transporte.

en función de su propio comportamiento pasado puede explicarse en función del comportamiento de las cotizaciones en los restantes seis mercados (3). Como puede apreciarse, el porcentaje que explican los rendimientos en los otros mercados es, en todos los casos, mayor en la segunda mitad de los noventa. En promedio, dicho porcentaje pasa de un 7 % a un 14 %. Esta evidencia parece confirmar que durante los noventa se ha producido un aumento en el grado de interrelación entre los mercados nacionales de renta variable.

Con el fin de contrastar la robustez de este resultado, en la segunda columna del cuadro 2 se replica el mismo ejercicio, pero eliminando de las cotizaciones las observaciones extremas—concretamente, aquellas que suponían una rentabilidad que, en valor absoluto, era más de dos veces superior a la desviación típica de la

serie de rentabilidades—. El propósito de este ejercicio es valorar hasta qué punto los resultados anteriores se explican por la presencia de unas pocas observaciones atípicas comunes en todas las series, como, por ejemplo, las asociadas a episodios de crisis. Los resultados que se muestran en la segunda columna del cuadro 2 apuntan hacia un aumento en el grado de interrelación que, sin embargo, es menos acusado: los porcentajes aumentan solo en cinco de los siete casos considerados y, en términos medios, el porcentaje explicado por los rendimientos en los otros mercados pasa del 5,4 % al 6,6 %. En todo caso, aunque estos resultados son menos concluyentes, continúan sugiriendo que se ha producido un aumento en el grado de interrelación entre los mercados bursátiles nacionales.

2.2. Medidas de interrelación entre las volatilidades

En la subsección anterior, el análisis de las interacciones entre mercados se ha centrado en las interacciones entre los niveles de las rentabilidades. Sin embargo, existen otros mo-

(3) Más concretamente, para cada mercado se muestra la reducción en la suma de los cuadrados de los residuos que se produce al pasar de un modelo univariante autorregresivo a un modelo VAR que incluye, adicionalmente, los rendimientos retardados del resto de mercados. Véase el Documento de Trabajo nº 9923 para más detalles.

CUADRO 2
El poder explicativo de los rendimientos de los otros mercados. Datos diarios (a)

	Todas las observaciones		Sin observaciones extremas	
	1990-1994	1995-1999 (b)	1990-1994	1995-1999 (b)
	%			
Japón	5,97	9,56	3,14	4,47
Reino Unido	8,81	15,17	5,73	5,17
Alemania	11,90	25,33	12,21	12,66
Francia	6,96	10,40	4,70	5,86
Italia	7,38	26,67	6,45	12,16
España	6,14	9,26	3,91	5,63
Estados Unidos	1,70	1,89	1,44	0,60

(a) Porcentaje de reducción de la suma de los cuadrados de los residuos al pasar de un modelo univariante autorregresivo a un modelo VAR que incluye los retardos de los rendimientos del resto de mercados. Los índices que se han considerado son: S&P500 para Estados Unidos, FTSE para el Reino Unido, CAC 40 para Francia, IGBM para España, MIB para Italia y Nikkei 225 para Japón.

(b) Hasta junio.

mentos estadísticos que podrían también analizarse para extraer información sobre cómo han evolucionado las relaciones entre los mercados financieros. En esta subsección, el análisis se extiende al estudio de las interacciones entre las volatilidades. Para ello, y siguiendo el enfoque habitual en la literatura financiera, la volatilidad se aproxima a partir de la varianza condicional de las series consideradas. Dicha varianza condicional se estima, en este artículo, a partir de un modelo convencional perteneciente a la familia de los modelos GARCH (4). Así, en primer lugar, se estima para cada mercado un modelo en el que la volatilidad se explica, exclusivamente, en función de los rendimientos en dicho mercado. A continuación, el modelo se amplía con la inclusión de los rendimientos de los seis mercados restantes. El ejercicio se lleva a cabo para los dos períodos en los que se ha separado la década (1990-1994 y 1995-1999) y los cambios en los coeficientes de estas últimas variables permiten analizar cómo se han modificado las transmisiones de volatilidad entre mercados a lo largo de los noventa.

Los resultados de este ejercicio dependen del mercado considerado. De forma resumida (5), puede señalarse que en tres casos (Japón, Francia y Estados Unidos) los restantes mercados desempeñan un papel más importan-

(4) Concretamente, se estima el modelo propuesto por Glosten, Jagannathan y Runkle (1993). En estos modelos, la varianza condicional depende de su propio pasado y de los valores pasados de la serie, elevados al cuadrado.

(5) Para un mayor detalle de los resultados, puede consultarse el mencionado Documento de Trabajo nº 9923.

te para explicar la volatilidad del propio mercado durante el período 1995-1999. En Italia no hay cambios significativos durante los noventa. En otro caso (Alemania), el papel de los otros mercados es menor durante la segunda mitad de los noventa. Finalmente, en los otros dos casos (Reino Unido y España) parecen cambiar los mercados que les influyen, pero no se aprecian cambios significativos en la magnitud de dicha influencia. Estos resultados sugieren que, una vez que los rendimientos del resto de mercados se tienen en cuenta para explicar el nivel de los rendimientos de cada mercado, no existe evidencia clara a favor de un aumento de la transmisión de las volatilidades entre mercados durante la década de los noventa.

En resumen, el análisis que se ha llevado a cabo hasta el momento ofrece evidencia favorable a la existencia de un incremento de las interacciones entre los mercados de renta variable durante la década de los noventa, que es más clara en el caso de los niveles que en el de las volatilidades. No obstante, como también se ha comentado, esta mayor interrelación no significa necesariamente que se haya producido un aumento en el grado de integración financiera, ya que esta podría ser el resultado de una mayor globalización de las noticias que afectan a los precios negociados. Para poder dar respuesta a este punto es necesario, pues, disponer de una medida directa del grado de integración. Precisamente, este el objetivo de la siguiente sección del artículo.

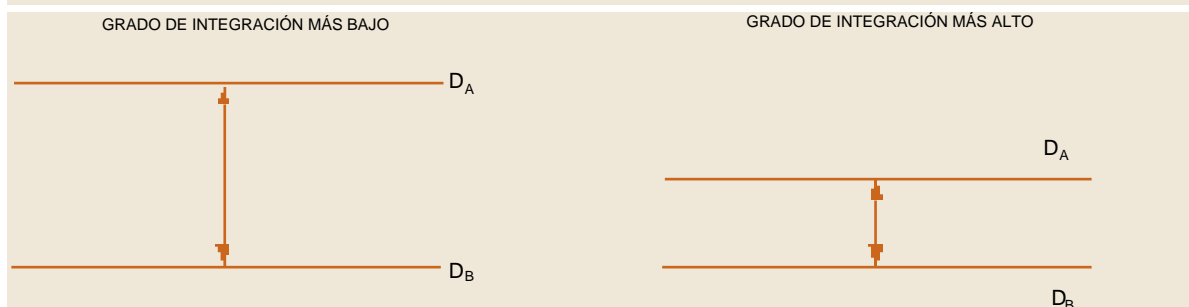
3. MEDIDAS DIRECTAS DEL GRADO DE INTEGRACIÓN FINANCIERA

3.1. El marco teórico

Antes de presentar las medidas directas de integración que se utilizan en este artículo, es útil definir qué se entiende por integración financiera perfecta, ya que, en definitiva, cualquier medida del grado de integración financiera debería aproximar la distancia a la que nos encontramos con respecto a dicha situación. En este sentido, la integración financiera perfecta se suele identificar como aquella situación en la que no existen barreras de ningún tipo a las transacciones financieras entre mercados —como pueden ser los impuestos, las restricciones a la tenencia de activos exteriores, los costes de información o cualquier otro coste— que hagan más difícil realizar una operación entre dos mercados que dentro de cualquiera de ellos. En una situación como la descrita, deberá verificarse la ley de precio único; es decir, dos carteras formadas, cada una, por activos de un mercado diferente, pero con idéntica rentabilidad futura, deberán tener el mismo precio,

GRÁFICO 1

Distancia mínima entre los conjuntos de factores de descuento admisibles D_A y D_B como medida del grado de integración entre los mercados A y B



ya que, en otro caso, existirían oportunidades de arbitraje entre ellos. Esto sugiere que una forma directa de estudiar el grado de integración financiera entre mercados es analizando el cumplimiento de la ley del precio único.

Debe señalarse que muchas de las medidas que se han utilizado tradicionalmente para medir el grado de integración financiera, como, por ejemplo, las presentadas en la sección anterior, no guardan una relación clara con el concepto de ley de precio único. En concreto, el análisis de las co-movibilidades no permite extraer información sobre el cumplimiento de dicha condición. En cambio, Chen y Knez (1995) desarrollaron una teoría que permite la medición directa del grado de integración financiera. Brevemente resumida (6), esta teoría parte, precisamente, del cumplimiento de la ley de precio único en los mercados, en un contexto en el que existe incertidumbre sobre las rentabilidades futuras de los activos, y no se basa en ningún modelo concreto de valoración de activos. En estas condiciones, una situación de equilibrio se caracteriza, simplemente, por el hecho de que el precio de cada activo es igual al valor presente descontado de su rentabilidad futura *esperado* por los agentes, siendo el factor de descuento el mismo para todos los rendimientos. Conviene señalar que esta teoría se desarrolla en un contexto de incertidumbre, de modo que tanto los rendimientos futuros como el factor de descuento son variables aleatorias y, en consecuencia, pueden tomar tantos valores como estados del mundo sean posibles. De ahí que la relación de equilibrio se exprese en términos de valores esperados.

Cuando esta condición de equilibrio se aplica a un conjunto amplio de activos financieros negociados en un mercado, se forma un sistema de ecuaciones. Resolviendo este sistema, se obtiene el factor de descuento que permite

valorar cualquier activo negociado en el mercado. En general, sin embargo, el sistema no tiene una solución única, sino que existen múltiples soluciones. Esto significa que, más que obtener el factor de descuento, la solución del sistema de ecuaciones permite obtener un *conjunto* de posibles factores de descuento de equilibrio. Este conjunto se denomina *conjunto de factores de descuento admisibles*.

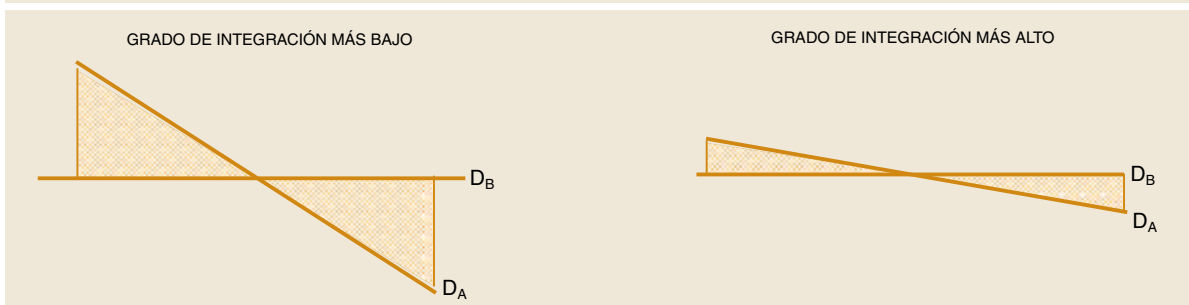
En este contexto, Chen y Knez (1995) demostraron que la distancia mínima entre los conjuntos de factores de descuento admisibles de dos mercados proporciona información sobre el grado en el que se cumple la ley del precio único. Así, estos autores mostraron que la distancia mínima entre estos dos conjuntos de factores admisibles coincide con (el valor absoluto de) la diferencia máxima en los precios que cada uno de los mercados asignaría a una cartera que estuviese formada por distintos activos negociados en ellos, pero que tuviese, sin embargo, la misma rentabilidad futura (7). Es fácil comprobar que la ley de precio único y, en consecuencia, el grado de integración están estrechamente relacionados con esta distancia. En efecto, un valor nulo de dicha distancia significa que ambos mercados ponen el mismo precio a dos carteras que, si bien están formadas por activos distintos, ofrecen idénticos rendimientos. En consecuencia, se verificaría la ley de precio único, lo que implicaría que los mercados están perfectamente integrados. Por el contrario, un valor positivo de esta distancia se puede interpretar como indicativo de que no se verifica la ley de precio único, lo que implica que la integración no es perfecta.

Basándose en este resultado, estos autores propusieron tomar la distancia mínima entre los conjuntos de factores de descuento admisibles como una medida del grado de integración entre los mercados, de manera que, *cuanto menor*

(6) Para mayor detalle, véase el Documento de Trabajo nº 9923 o Chen y Knez (1995).

(7) Como se comenta en el Documento de Trabajo nº 9923, el tamaño de estas carteras debe estar normalizado.

Distancia media entre los conjuntos de factores de descuento admisibles D_A y D_B como medida del grado de integración entre los mercados A y B



es el valor de la medida, mayor es el grado de integración (véase gráfico 1 para una ilustración de esta distancia en un contexto bidimensional). La idea intuitiva que subyace a esta medida es sencilla: cuanto más próximos resulten estar los conjuntos de factores admisibles de cada mercado, más fácil será que dichos mercados compartan un mismo factor de descuento.

3.2. La aplicación práctica

La aplicación práctica de la medida que se acaba de presentar se enfrenta con algunos problemas. Así, en primer lugar, resulta imposible conocer de antemano cuáles serían las rentabilidades futuras de los activos en cada uno de los posibles estados del mundo. En realidad, solo se conocen las rentabilidades observadas, que constituyen, de hecho, la realización de uno de los estados del mundo posibles. No obstante, se dispone de muchas observaciones temporales y es esta la información que se puede utilizar para estimar la distancia entre los conjuntos de factores de descuento. En consecuencia, en la práctica se establece el supuesto de que cada período se corresponde con un estado del mundo diferente. Así pues, los factores de descuento admisibles de cada mercado vendrán determinados por un sistema de ecuaciones donde el número de incógnitas será igual al número de períodos considerados y el número de ecuaciones será igual al número de activos financieros incluidos en el análisis.

En este contexto, debe advertirse que el valor de la medida puede variar en función de la combinación del número de activos y del número de períodos que se consideren en el análisis empírico, lo que plantea una serie de problemas que se detallan en el Documento de Trabajo. Para afrontar estos problemas, se siguen en el artículo dos enfoques alternativos (8). En el pri-

(8) Véase el Documento de Trabajo nº 9923 para mayor detalle.

mero de ellos se selecciona solo una parte de la información disponible. En el segundo enfoque, en cambio, se utiliza toda la información, pero, en lugar de calcular la distancia mínima entre los conjuntos —que, en la mayoría de los casos, sería nula, por razones puramente técnicas—, se calcula la *distancia media* entre ellos. Como muestra el gráfico 2, la distancia media —que es proporcional al área sombreada— también permite analizar el grado de proximidad entre los conjuntos de factores admisibles y, por tanto, el grado de integración entre los mercados (9).

El esquema que se acaba de describir se ha aplicado para estudiar cómo se ha modificado el grado de integración financiera durante la década de los noventa en los mercados de renta variable. Para ello se han calculado las medidas de integración anteriormente comentadas para diferentes parejas formadas a partir de tres de los mercados considerados en la sección segunda del artículo —Nueva York, Frankfurt y Madrid—, distinguiendo los subperíodos 1990-1994 y 1995-1999. Para realizar este ejercicio se dispone de datos sobre precios y rentabilidades de distintas carteras formadas por activos negociados en cada uno de estos mercados.

Los principales resultados del ejercicio aparecen en el cuadro 3, que muestra el valor medio de las estimaciones de las distancias relativas para varias parejas de mercados bajo los dos enfoques y distinguiendo los períodos 1990-1994 y 1995-1999. De los resultados del cuadro 3 se pueden extraer tres conclusiones principales. En primer lugar, todas las medidas son positivas, lo que sugiere que los mercados

(9) Por otra parte, para minimizar los efectos que sobre los resultados podría tener la elección de un conjunto de activos y de un período concretos, se calculan distancias relativas en lugar de distancias absolutas, tomando uno de los mercados como valor de referencia, y se calculan los valores medios de 10.000 estimaciones diferentes, realizadas con otras tantas combinaciones de activos.

incluidos en el estudio no están aún perfectamente integrados. Por otra parte, independientemente del enfoque y de la pareja de mercados considerada, se observa una reducción en el valor de la medida, lo que puede interpretarse como indicativo de que durante la segunda mitad de los noventa se ha producido un aumento en el grado de integración financiera. Y, finalmente, la comparación entre los países considerados sugiere que la mayor integración se produce, en cualquiera de las dos submuestras temporales estudiadas, entre los mercados español y alemán, mientras que el menor grado de integración se obtiene entre los mercados español y americano.

4. CONCLUSIONES

Según se desprende de los resultados de este artículo, los mercados de renta variable han aumentado sus interacciones durante la década de los noventa, medidas estas por las co-movibilidades de los precios negociados. No obstante, esta evidencia no implica necesariamente que se haya producido un aumento en el grado de integración de los mercados, ya que, alternativamente, dicha evidencia podría explicarse, por ejemplo, por una mayor globalización de las noticias que afectan a los precios negociados en mercados que, sin embargo, están segmentados.

Con el fin de conocer si se ha producido realmente un aumento en el grado de integración entre los mercados financieros, en este artículo se han calculado medidas directas de integración que se basan en un refinamiento de un enfoque propuesto recientemente en la literatura. Los resultados del análisis parecen sugerir que durante la segunda mitad de los noventa se ha producido un aumento en el grado de integración entre los mercados de renta variable considerados.

Este resultado tiene implicaciones importantes. Así, por ejemplo, debido a la reducción de las barreras a las transacciones entre mercados que conlleva, mayor integración significa mejoras en la eficiencia y en las combinaciones de riesgo y rentabilidad disponibles para los inversores. En cierto sentido, esto ofrece un contraargumento frente a la visión de que los mercados financieros son ahora demasiado vulnerables, debido a sus mayores interacciones. Otra consecuencia de la mayor integración es la menor posibilidad de desarrollar con éxito

CUADRO 3

Medidas relativas del grado de integración. Medias, en puntos básicos (a)

	1990-1994	1995-1999
Enfoque 1 (distancia mínima)		
MERCADO DE REFERENCIA: ESTADOS UNIDOS:		
Estados Unidos-Alemania	48,8	3,4
Estados Unidos-España	69,1	23,2
Enfoque 2 (distancia media)		
MERCADO DE REFERENCIA: ESTADOS UNIDOS:		
Estados Unidos-Alemania	12,0	7,0
Estados Unidos-España	19,1	8,8
MERCADO DE REFERENCIA: ESPAÑA:		
España-Alemania	10,7	5,0
España-Estados Unidos	17,4	7,4

(a) Cuanto menor es la medida, mayor es el grado de integración. Estos resultados están basados en medias de 10.000 estimaciones diferentes, realizadas con otras tantas combinaciones de activos. En el enfoque 1 se utilizan datos mensuales, y el número de activos incluidos en cada estimación es de 44 en el mercado de referencia y de 10 en los otros mercados. En el enfoque 2 se utilizan datos semanales, y el número de activos incluidos en cada estimación es de 10 en todos los mercados.

políticas económicas con un enfoque exclusivamente doméstico. Asimismo, se puede afirmar que mayor integración significa que los mercados se encuentran más próximos a constituir un solo mercado, lo que aumenta la necesidad de una supervisión única, independientemente de que esta sea realizada por un único supervisor o por diferentes supervisores estrechamente relacionados.

20.1.2000.

BIBLIOGRAFÍA

- ADLER, and B. DUMAS (1983). «International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis», *Journal of Finance*, 38, pp. 925-984.
- CHEN, Z. and P. J. KNEZ (1995). «Measurement of Market Integration and Arbitrage», *Review of Financial Studies*, 8 (2), pp. 287-325.
- GLOSTEN, L., R. JAGANNATHAN and D. RUNKLE (1993). «On the relation between the expected value and the volatility of the nominal excess return on stocks», *Journal of Finance*, vol. 48, n. 5.

Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999

1. INTRODUCCIÓN

Durante el cuarto trimestre de 1999, la producción de nuevas disposiciones de carácter financiero ha sido, relativamente, más abundante que en los períodos anteriores.

En lo que atañe al Banco de España (BE), por un lado, se reseña la modificación de las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria para precisar determinados supuestos de incumplimiento de las obligaciones derivadas de estas cláusulas generales. Por otro, se publica el régimen de ingreso en el Tesoro Público de los beneficios del Banco de España, que mantiene los mismos criterios que los establecidos en la legislación anterior, aunque se tienen en cuenta las normas sobre asignación de ingresos monetarios a los bancos centrales nacionales previstas en los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo (BCE).

En el ámbito de las entidades de crédito, en primer lugar, se modifican las normas de contabilidad para introducir nuevos criterios de cobertura del riesgo crediticio, con el fin de prevenir niveles de riesgo de insolvencia que se manifestarán cuando empeore la coyuntura económica. En este sentido, cabe resaltar la constitución del fondo para la cobertura estadística de insolvencias basado en la modelización estadística del riesgo de cada entidad basada en su experiencia histórica. En segundo lugar, se modifica la normativa de recursos propios para ajustar su contenido a las características y funcionamiento del citado fondo.

En los mercados de valores, se comentan cinco disposiciones financieras: en primer lugar, se resalta, por su importancia, la incorporación al ordenamiento jurídico español de los preceptos de la Directiva 98/26/CE, de 19 de mayo, del Parlamento Europeo y del Consejo de la Unión Europea (UE), sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de valores. En segundo lugar, se introducen algunas modificaciones en la normativa en materia de ofertas públicas de adquisición de valores cotizados en bolsa, con el fin de eliminar ciertos costes regulatorios, sin que ello implique una menor protección del inversor. En tercer lugar, se establecen una serie de normas sobre transparencia de las operaciones en los mercados oficiales de valores, de acuerdo con los requisitos mínimos exigidos en la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables. En cuarto lugar, se flexibilizan los requisitos de admisión a negociación en bolsas de valores y se crea un segmento especial de ne-

gociación en las bolsas, que incluirá los valores de empresas de sectores innovadores de alta tecnología. Por último, se adapta el código general de conducta y las normas de actuación del mercado de valores a las peculiaridades de la gestión de las carteras de inversión.

Por otra parte, se regulan los procedimientos y los modelos de documentos para obtener la autorización del proyecto de constitución de las nuevas entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras.

En el campo asegurador, por un lado, se actualizan determinados preceptos del reglamento de planes y fondos de pensiones, como son: la ampliación del límite existente en las aportaciones anuales, la determinación de nuevas situaciones asimilables a la jubilación y la regulación de los planes de pensiones del sistema de empleo de promoción conjunta. Por otro, se aprueba el reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios, denominado régimen de exteriorización.

En el ámbito fiscal de los activos financieros, se hace mención a dos disposiciones que, entre otras cosas, modifican el régimen de retención e ingreso a cuenta de la deuda pública emitida por países de la OCDE, y simplifican el procedimiento de devolución de la retención practicada sobre los intereses de activos en poder de contribuyentes exentos.

Por último, como es habitual en este período, se comentan los Presupuestos Generales del Estado para el año 2000, que recogen las exigencias de estabilidad y rigor presupuestario derivados de nuestra pertenencia a la UE-11. Junto a la Ley de Presupuestos, y al igual que viene sucediendo en años anteriores, se publican una serie de medidas fiscales, administrativas y de orden social, con el fin de facilitar el cumplimiento de los objetivos de política económica fijados en los Presupuestos.

2. BANCO DE ESPAÑA: OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

La Resolución de 11 de diciembre de 1998 (1) de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, modificada parcialmente por la Resolución de 23 de julio de 1999 (2), recogió las

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 65-69.

(2) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1999», en *Boletín económico*, Banco de España, octubre de 1999, p. 92.

cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria que efectuara el BE desde el pasado 1 de enero de 1999, de acuerdo con las orientaciones marcadas por el BCE.

Recientemente, esta Resolución se ha modificado mediante la *Resolución de 26 de octubre de 1999 de la Comisión Ejecutiva del BE* (BOE del 7 de diciembre), para revisar los supuestos y efectos del incumplimiento, por parte de las entidades, de las obligaciones derivadas de estas cláusulas generales.

La Resolución de 26 de octubre actualiza y puntualiza determinados supuestos de incumplimiento y, en particular, los que hacen referencia a la utilización de los activos de garantía.

3. MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DE INGRESO EN EL TESORO PÚBLICO DE LOS BENEFICIOS DEL BANCO DE ESPAÑA

El régimen de ingreso en el Tesoro Público de los beneficios del BE estaba establecido en la disposición adicional segunda de la Ley 33/1987, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1988 —hoy derogada—, que posteriormente se incorporó en el Reglamento Interno de esta Institución, aprobado por Resolución del Consejo de Gobierno de BE de 14 de noviembre de 1996 (3).

Más adelante, la Ley 12/1998, de 28 de abril, por la que se modifica la Ley 13/1994, de 1 de junio, de autonomía del BE, dispuso en su disposición adicional segunda que el régimen de ingreso en el Tesoro Público de los beneficios de esta entidad se establecería reglamentariamente. Haciendo uso de esta facultad, se ha publicado el *RD 1746/1999, de 19 de noviembre* (BOE del 20), que mantiene el mismo régimen de ingresos al establecido en la legislación anterior, de cuya conveniencia y adecuación existe una experiencia largamente consolidada, aunque se tienen en cuenta las normas sobre asignación de ingresos monetarios a los bancos centrales nacionales previstas en los Estatutos del SEBC y del BCE.

De esta manera, el BE ingresará en el Tesoro los beneficios devengados y contabilizados en sus cuentas que sean imputables a este en las siguientes fechas y porcentajes:

- a) El primer día hábil del mes de noviembre de cada año, el 70 % de los beneficios de-

(3) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1996», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1997, pp. 104-106

vengados y contabilizados hasta el 30 de septiembre de dicho año.

- b) El primer día hábil del mes de febrero siguiente, el 90 % de los beneficios devengados y contabilizados hasta el 31 de diciembre del año anterior, descontando el ingreso mencionado en el apartado anterior.
- c) El resto de beneficios devengados se ingresarán una vez aprobado el balance y las cuentas del ejercicio del BE, por el Gobierno, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda.

Los ingresos establecidos en los dos primeros apartados serán acordados por el Consejo de Gobierno del Banco, previa aprobación de las correspondientes cuentas de resultados. En dichos acuerdos se tendrán en cuenta las posibles obligaciones del BE frente al SEBC, conforme a lo establecido en el art. 32 de los Estatutos del SEBC, y en el caso del primer apartado la evolución previsible de los resultados hasta el final del ejercicio.

El sistema de ingresos que se establece tiene carácter temporal, aplicándose, con un criterio de máxima prudencia, a los ejercicios de 1999, 2000 y 2001, hasta tanto el SEBC adopte una nueva determinación al amparo de lo establecido en sus estatutos. Asimismo, en la formulación de sus balances y cuentas de resultados, se ajustará a las orientaciones e instrucciones del BCE que, en su caso, resulten de aplicación.

4. ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE CONTABILIDAD

La CBE 4/1991, de 14 de junio (4), que recoge las normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito, ha sufrido frecuentes modificaciones, para adaptar su contenido a los cambios que han ido afectando al sistema crediticio en los últimos años.

En la actualidad, las entidades de crédito están disfrutando de un período de bonanza económica, en el que incide de forma importante el mínimo peso de las dotaciones por riesgo de insolvencia que deben cargar en su cuenta de resultados, ante el descenso de la morosidad, propio de las coyunturas alcistas de la economía. No obstante, como se ha podido compro-

bar en épocas pasadas, la cartera crediticia puede esconder riesgos potenciales de morosidad que, probablemente, se manifestarán cuando cambie el ciclo económico y, por ende, empeore la coyuntura.

Como medida preventiva, el Banco de España, mediante la CBE 9/1999, de 17 de diciembre (BOE del 23), ha introducido en la normativa contable unos nuevos criterios de cobertura para reconocer y prevenir estos fenómenos de riesgo a medio y largo plazo. Por este motivo, se crea un fondo para la cobertura estadística de insolvencias (en adelante, fondo estadístico de insolvencias) y se sistematiza la redacción del actual tratamiento del fondo genérico de insolvencias, que tiene por objeto la cobertura de los riesgos globales.

Este fondo estadístico de insolvencias se constituirá cargando cada ejercicio en la cuenta de pérdidas y ganancias una estimación de las insolvencias globales latentes en las diferentes carteras de riesgos homogéneos. En este sentido, las entidades estimarán las provisiones que deben realizar mediante métodos de cálculo basados en su propia experiencia de impagos y en las expectativas de pérdidas por categorías homogéneas del riesgo crediticio, teniendo en cuenta la calidad de los diferentes tipos de contrapartes, las garantías constituidas y su valor recuperable, la vida de las operaciones, cuando ello sea relevante, y la evolución futura del riesgo en función de los cambios previsibles de la coyuntura a medio y largo plazo. Dicho fondo se dotará trimestralmente con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias, según el procedimiento contable establecido en la norma. Si se decidiese dotar este fondo mensualmente, se aplicarían criterios similares, adaptando los cálculos al plazo mensual.

Los métodos de cálculo formarán parte de un sistema adecuado de medición y gestión del riesgo de crédito, usarán una base histórica que abarque un ciclo económico completo y deberán ser verificados por el Banco de España. Como alternativa, la CBE 9/1999 establece un sistema de cálculo de las dotaciones a realizar al fondo para la cobertura estadística de insolvencias, que consiste en clasificar las distintas operaciones crediticias en seis categorías o grupos de riesgo (sin riesgo apreciable, riesgo bajo, riesgo medio-bajo, riesgo medio, riesgo medio-alto y riesgo alto), a los que se les aplica un determinado coeficiente cuyo rango oscila entre el 0 % para las operaciones sin riesgo apreciable y el 1,5 % para las de riesgo alto. Si una entidad dispone de un método de cálculo propio, aprobado por el Banco de España, podrá utilizarlo, y solo aplicará el método indicado en la

(4) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1991», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1991, pp. 58 a 60.

Circular para los riesgos no incluidos en su método particular.

Como aspecto característico, este fondo se dotará con cargo a pérdidas y ganancias por la diferencia positiva entre la estimación estadística de las insolvencias globales latentes en las diferentes carteras de riesgos homogéneos (riesgo crediticio multiplicado por los correspondientes coeficientes), como minuendo, y las dotaciones netas para insolvencias realizadas en el trimestre, como sustraendo. Si dicha diferencia fuese negativa, su importe se abonará a la cuenta de pérdidas y ganancias con cargo al fondo constituido por este concepto, en la medida que exista saldo disponible.

La Circular también actualiza el tratamiento de la contabilización de los activos dudosos y de la cobertura específica del riesgo de crédito. En este sentido, en relación con un solo riesgo, se clasificarán como dudosos, además de los señalados en la CBE 4/1991, los importes no vencidos de préstamos con cuotas impagadas con antigüedad superior a seis meses que correspondan a préstamos a personas físicas que no financien su actividad empresarial y tengan cuotas mensuales. En los demás casos, se mantiene la antigüedad superior al año para clasificar los activos como dudosos.

Por otro lado, se precisa y se amplía la casuística de la reclasificación a inversión normal de los riesgos calificados como dudosos. Dicha reclasificación se producirá, no solo cuando se aporten garantías eficaces, sino cuando exista una razonable certeza de que el cliente puede hacer frente a su pago en el calendario previsto y, en ambos casos, se perciban —al menos— los intereses ordinarios pendientes de cobro, sin tener en cuenta los intereses de demora. Asimismo, la CBE 9/1999 añade que los riesgos de acreditados en suspensión de pagos se reclasificarán a inversión normal cuando el acreditado haya pagado, al menos, el 25 % de los créditos de la entidad afectados por la suspensión de pagos —una vez descontada, en su caso, la quita acordada—, o hayan transcurrido dos años desde la inscripción en el Registro Mercantil del auto de aprobación del convenio del suspenso con los acreedores, siempre que dicho convenio se esté cumpliendo fielmente y la evolución de la situación patrimonial y financiera de la empresa elimine las dudas sobre el reembolso total de los débitos. Los importes de las operaciones reclasificadas a inversión normal se reflejarán en el balance reservado hasta su extinción dentro de otras informaciones complementarias en una partida denominada «*crédito reestructurado*».

Respecto a las coberturas del riesgo de crédito, se endurecen levemente, al contemplar en la escala general el tramo de los tres a los seis meses para los activos clasificados como dudosos en función del tiempo transcurrido desde el vencimiento de la primera cuota o plazo impagado de una misma operación. De este modo, la escala general queda definida de la siguiente manera:

Vencimiento de la 1ª cuota o plazo impagado	Porcentaje de cobertura
Más de tres meses, sin exceder de seis	10
Más de seis meses, sin exceder de doce	25
Más de doce meses, sin exceder de dieciocho	50
Más de dieciocho meses, sin exceder de veintiuno	75
Más de veintiún meses, hasta baja en el activo	100

Para los préstamos hipotecarios y operaciones de arrendamiento financiero, ambos sobre viviendas terminadas, se mantienen los porcentajes de cobertura y los tramos de la escala reducida establecida en la CBE 4/1991, aunque se excluyen a los locales polivalentes y fincas rústicas. Asimismo, si el importe del riesgo vivo supera el 80 % del valor de tasación de las viviendas, se aplicará la escala general a toda la operación. A tales efectos, se utilizarán los valores de tasación originales si la entidad no dispone de otros más actuales.

Asimismo, se sistematiza la redacción del actual tratamiento del fondo genérico de insolvencias, que tiene por objeto la cobertura de los riesgos globales.

También se introducen algunas modificaciones en la actual regulación del riesgo-país, que tienen por objeto mantener o reforzar sus niveles prudenciales y aportar diversas mejoras técnicas. En la norma se matiza su ámbito de aplicación, ya que ahora comprende, además del riesgo soberano y del riesgo de transferencia, los restantes riesgos derivados de la actividad financiera internacional, que incluyen los demás riesgos susceptibles de cobertura dentro del ámbito del seguro de crédito a la exportación (5). En cuanto a las coberturas del riesgo-país, en general, apenas sufren variaciones, aunque se precisa su contenido, reseñando el tratamiento específico para los apoyos financie-

(5) Dichos riesgos están enumerados en la OM de 12 de febrero de 1998, sobre cobertura por cuenta del Estado de riesgos derivados del comercio exterior e internacional.

ros, dinerarios o de firma a sucursales y entidades filiales y multigrupo residentes en países clasificados como muy dudosos, dudosos o en dificultades transitorias.

Por otra parte, se aprovecha la Circular para modificar el actual criterio de valoración de las acciones y participaciones no cotizadas para adaptarlo al establecido —con carácter general— en el Plan General de Contabilidad.

Por último, cabe reseñar que la CBE 9/1999 entrará en vigor, con carácter general, el próximo 1 de julio, para que la norma sea plenamente operativa en el segundo semestre del año, aunque se recomienda la inmediata aplicación de sus criterios y, en particular, la constitución del fondo estadístico de insolvencias. No obstante, la modificación relativa a la valoración de las acciones no cotizadas entró en vigor en diciembre de 1999.

5. ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIONES EN LA DETERMINACIÓN Y CONTROL DE LOS RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS

La CBE 5/1993, de 26 de marzo (6), constituye el desarrollo final de la legislación sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, cuyo contenido se ha ido modificando a lo largo de estos años para adaptarlo a las nuevas circunstancias que han ido surgiendo.

A efectos del cálculo del coeficiente de solvencia, de los elementos que componen los recursos propios de una entidad de crédito, se deducen una serie de partidas, entre las que se encuentran los déficit existentes en las provisiones o fondos específicos de dotación obligatoria respecto de los exigidos según las normas contables.

Por otro lado, en el apartado anterior, se comentaba que la CBE 9/1999 establecía la obligación de constituir el nuevo fondo estadístico de insolvencias.

Dadas las características y funcionamiento de dicho fondo, se ha considerado conveniente modificar la CBE 5/1993, mediante la *CBE 10/1999, de 17 de diciembre* (BOE del 23), para aclarar que no procede incluir, como deducción de los recursos propios, las posibles insuficiencias en la dotación al citado fondo.

(6) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1993», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1993, pp. 88 y 89.

Finalmente, es necesario tener en cuenta el importe del fondo estadístico de insolvencias para el cálculo del valor contable neto de los activos y cuentas de orden sobre los que se calcula el coeficiente de insolvencia. Para ello, se establece que estos fondos se deduzcan proporcionalmente de los riesgos que hubieran servido de base para su cálculo, conforme a la contribución de cada uno de ellos al fondo en función de su perfil de riesgo.

6. SISTEMAS DE PAGOS Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES

El importante aumento de las transferencias de fondos dinerarios y de valores entre las entidades financieras de la UE y del resto del mundo ha intensificado la preocupación de las autoridades supervisoras por establecer unos sistemas de pagos y de liquidación de valores que garanticen y aseguren la estabilidad de los sistemas financieros respectivos. En este sentido, se publicó la Directiva 98/26/CE, de 19 de mayo, del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de valores, que pretendía contribuir al funcionamiento eficiente de los mecanismos transfronterizos de pagos y de liquidación de valores en la UE, ofreciendo una solución jurídica armonizada. Sus objetivos principales eran los siguientes:

- a) Reducir los riesgos jurídicos que lleva aparejada la participación en sistemas de pagos y de liquidación de valores, sobre todo en lo que se refiere a la firmeza de las liquidaciones, la validez legal de los acuerdos de compensación y la exigibilidad jurídica de las garantías aportadas por los participantes para responder de sus obligaciones.
- b) Contribuir —mediante la aceptación de garantías constituidas con fines de política monetaria— a una mayor estabilidad financiera y al desarrollo del marco jurídico necesario para que el SEBC y el BCE puedan llevar a cabo su política monetaria.
- c) Garantizar que en el mercado interior puedan efectuarse pagos sin impedimento alguno.
- d) Propiciar una mayor integración de las entidades de crédito comunitarias en los sistemas de pagos internos de otros Estados de la UE, favoreciendo de ese modo la libertad de movimientos de capitales y la libre prestación de servicios.

Con el objeto de incorporar los preceptos de la mencionada Directiva al ordenamiento jurídico español, se ha publicado la *Ley 41/1999, de 12 de noviembre* (BOE del 13), sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores, que asume los mismos objetivos que aquella.

En su capítulo primero, la Ley delimita su ámbito de aplicación, definiendo los sistemas de pagos y de compensación y liquidación de valores (en adelante, *los sistemas*) y *los participantes* en los mismos, así como las garantías destinadas a asegurar el buen funcionamiento de los mecanismos de pagos y de liquidación de valores. En este sentido, cabe destacar la mención especial que se dispensa a las operaciones de política monetaria que han de realizar el BCE y los bancos centrales de los Estados de la UE. Por lo que concierne a los participantes, podrán serlo las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión que sean aceptadas como miembros de un sistema y que sean responsables frente al mismo de asumir obligaciones financieras derivadas de su funcionamiento. También podrán participar en los sistemas el BCE, el BE, los bancos centrales de los Estados miembros, las organizaciones financieras internacionales de las que España sea miembro y los gestores y agentes de liquidación de otros sistemas.

En el capítulo segundo se establece el régimen de los sistemas españoles y el de sus participantes. En este sentido, el reconocimiento de un sistema deberá ser declarado mediante resolución adoptada por el Gobierno, a petición de las entidades que participen en el mismo o mediante solicitud motivada del BE, de la CNMV o del órgano supervisor correspondiente al ámbito autonómico. Para ello, se establecen los requisitos que deben cumplir los sistemas españoles para ser reconocidos, entre los que destacan los siguientes:

- a) Que tengan como objeto la ejecución y, en su caso, la compensación de órdenes de transferencia de fondos o de valores.
- b) Que cuenten con la participación de, al menos, tres instituciones financieras que sean entidades de crédito o empresas de servicios de inversión españolas o autorizadas para operar en España, siempre que, al menos, una de ellas tenga en nuestro país su administración central.
- c) Que dispongan de normas generales de adhesión y funcionamiento aprobadas por la autoridad supervisora que corresponda (el BE, la CNMV o el órgano competente de la Comunidad Autónoma) y publicadas en el BOE. Dichas normas determinarán,

entre otras cosas, el momento en que se considerará aceptada por el sistema una orden de transferencia, así como el establecimiento de los instrumentos de control y gestión de riesgos adecuados.

- d) Que liquiden las órdenes de transferencia de fondos mediante una cuenta de efectivo abierta en el BE.
- e) Que estén gestionados por el BE o por una entidad sujeta a su supervisión, a la de la CNMV o a la del órgano que sea competente de la Comunidad Autónoma.

Por otro lado, se reconocen como sujetos a esta Ley, los sistemas que actualmente existen en España, por entenderse que cumplen los requisitos que se establecen en la norma, y sin perjuicio de su adaptación en seis meses a la citada norma. Entre otros, cabe reseñar los siguientes: el *Servicio de Liquidación del BE (SLBE)*, incluidos sus enlaces con los restantes sistemas que —en otros países— forman parte del sistema de interconexión y liquidación de pagos gestionado por el SEBC; el *Servicio de Compensación y Liquidación de Valores*, gestionado por la sociedad anónima que lleva su nombre y regulada por la Ley 24/1988, del mercado de valores y sus normas de desarrollo; los *Servicios de Compensación y Liquidación de las Bolsas de Valores*, gestionados por la sociedad rectora respectiva; la *Central de Anotaciones* del mercado de deuda pública, gestionada por el BE; los regímenes de compensación y liquidación de los contratos negociados en los mercados *MEFF de renta variable y de renta fija*; y el sistema de compensación y liquidación de *AIAF mercado de renta fija*.

En el capítulo tercero se regulan la compensación y las órdenes de transferencias tanto de fondos como de valores. A estos efectos, las órdenes de transferencia de fondos y de valores son las instrucciones dadas por un participante que tengan por finalidad:

- a) Poner una cantidad de dinero a disposición de un destinatario final, o asumir o cancelar una obligación de pago tal y como se defina en las normas de un sistema, siempre que las instrucciones se cursen para su ejecución mediante un asiento en las cuentas de un participante, en un banco central o en una entidad de crédito.
- b) Transmitir la propiedad o cualquier otro derecho sobre uno o varios valores o productos financieros derivados, mediante la anotación en un registro o de otro modo que acredite la transmisión.

Lo más significativo de este capítulo es la validez y la firmeza de las órdenes de transferencia, así como la compensación que, en su caso, tenga lugar entre ellas, tanto para los participantes como para terceros. De esta forma, las órdenes de transferencia cursadas a un sistema por sus participantes, una vez recibidas y aceptadas, de acuerdo con las normas de funcionamiento del sistema, serán irrevocables para su ordenante. Tales operaciones no admitirán oposición, lo que reducirá, en gran medida, cualquier posibilidad de riesgo sistémico.

En el capítulo cuarto se regulan las consecuencias que se derivan de la firmeza de la liquidación por lo que concierne a procedimientos de insolvencia —suspensión de pagos y quiebra— que pudieran incoarse a un participante. Siempre que tales procedimientos se emprendan después de que las órdenes de transferencia hayan sido recibidas y aceptadas por un sistema, no tendrán efecto alguno sobre dichas órdenes (es decir, las órdenes se compensarán y liquidarán). Igual régimen se aplicará a las garantías que hubiera constituido un participante a favor del sistema o de otros participantes cuando se entablara un procedimiento concursal. Los beneficiarios de las garantías, entre ellos, las autoridades monetarias, gozarán de derecho absoluto de separación de los bienes ofrecidos en garantía (7).

Por último, en el capítulo quinto se crea el Servicio de Pagos Interbancarios (también denominado SEPI), que sustituirá a la actual Cámara de Compensación Bancaria de Madrid (también denominada Cámara Única), dotándolo de forma jurídica societaria y de una estructura que habrá de permitir la mayor seguridad y agilidad en su funcionamiento. El SEPI tendrá por objeto exclusivo facilitar el intercambio, compensación y liquidación de órdenes de transferencia de fondos entre entidades de crédito, siendo complementario al SLBE. En el marco de su objeto social, el SEPI podrá establecer con otros organismos o entidades que desarrollen actividades análogas —dentro o fuera del territorio nacional, las relaciones que estime convenientes para el mejor desarrollo de las funciones que le competen, y asumir la gestión de otros sistemas, o servicios de finalidad análoga, distintos del citado SEPI.

Asimismo, la supervisión de la sociedad será ejercida por el BE, al que corresponderá autorizar, con carácter previo a su adopción por los

(7) Estas excepciones al derecho concursal deben justificarse por el objetivo principal que se persigue, es decir, el establecimiento de los instrumentos jurídicos y técnicos que se consideran imprescindibles para evitar el riesgo sistémico y asegurar la estabilidad del sistema financiero.

órganos correspondientes de la sociedad, los estatutos sociales y sus modificaciones, así como las normas básicas de funcionamiento de los sistemas y servicios que gestione y las restantes instrucciones que regulen su operativa.

7. MODIFICACIONES DEL RÉGIMEN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIONES DE VALORES

La normativa en materia de ofertas públicas de adquisición de valores cotizados en bolsa (en adelante, OPA) estaba recogida en el RD 279/1984, de 25 de enero, hoy derogado. Después de varios cambios, se desarrolló, mediante el RD 1197/1991, de 26 de julio (8), un nuevo marco general sobre ofertas públicas, que adaptó la normativa anterior a las necesidades que reclamaba el tráfico jurídico.

La experiencia acumulada desde esa fecha ha aconsejado introducir, mediante el *RD 1676/1999, de 29 de octubre* (BOE del 30), algunas modificaciones en su contenido, con el fin de eliminar ciertos costes regulatorios, sin que ello implique una menor protección del inversor de la sociedad afectada por la oferta pública.

En primer lugar, se modifica el porcentaje o umbral para formular una OPA en el caso de adquisiciones indirectas de una participación significativa de otra sociedad o entidad, con el fin de equiparar dichos umbrales a los fijados para los mismos casos en los que medie una fusión (9). De esta manera, se deberá formular una OPA cuando, como consecuencia de la toma de control, se haya alcanzado en la sociedad afectada una participación igual o superior al 50 % de su capital. La OPA deberá realizarse dentro de los seis meses siguientes a la fecha de la toma de control y se ejercerá sobre un número de valores que permita al adquirente alcanzar, al menos, el 75 % del capital de dicha sociedad, y que en ningún caso será inferior al 10 % del capital de la sociedad afectada.

Respecto a las ofertas competidoras (10), se modifican determinados requisitos, a fin de superar la excesiva rigidez de su regulación y

(8) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1991», en *Boletín económico*, Banco de España, octubre de 1991, pp. 57 y 58.

(9) En el caso de una fusión, será obligatorio promover una OPA cuando, como consecuencia de la fusión, se haya alcanzado una participación igual o superior al 50 % del capital de la sociedad afectada.

(10) Se consideran ofertas competidoras las OPA que afecten a valores sobre los que en todo o en parte haya sido, previamente, presentada en la CNMV otra OPA cuyo plazo de aceptación no haya finalizado y siempre que cumplan determinados requisitos.

ampliar las posibilidades de reacción ante una OPA. Así, por un lado, se permite que la contrapartida de la oferta competidora pueda ser la establecida en la normativa general (contraprestación, bien en dinero, bien mediante permuta o canje de valores, o ambas a la vez), mientras que antes solo se permitía la contraprestación en metálico. Por otro, en el caso de que la contraprestación de la oferta competidora consista —total o parcialmente— en valores a emitir por la sociedad ofertante, el plazo de aceptación de la misma se ampliará conforme a lo establecido en la normativa general, es decir, se ampliará, en cualquier caso, quince días a partir de la celebración de la Junta General de la sociedad oferente en que se apruebe el aumento del capital (11), manteniéndose la prórroga hasta la terminación de la OPA precedente, en el supuesto de que esta terminara con posterioridad al de la oferta competidora.

8. NORMAS DE TRANSPARENCIA EN LAS OPERACIONES DE LOS MERCADOS OFICIALES DE VALORES

El RD 629/1993, de 3 de mayo (12), sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, desarrollado por la OM de 25 de octubre de 1995 (13) y Circular 1/1996, de 27 de marzo (14), de la CNMV, estableció unas normas mínimas de conducta de cuantos operan en los mercados de valores, inspiradas en las recomendaciones y en las directivas de la UE, lo que supuso un paso muy importante en la transparencia de todos los intervinientes en dichos mercados.

Posteriormente, la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, que reformó la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, estableció que, con el fin de aumentar la transparencia del mercado, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), el BE o los organismos rectores de los mercados deberían determinar, dentro de los límites que reglamentariamente se establezcan, la información de carácter público, que será obligatorio difundir, de las operaciones de mercado.

Hasta tanto se acometa su desarrollo reglamentario, la CNMV ha promulgado la *CCNMV*

(11) Anteriormente, dado que la contraprestación solo podía ser en metálico, el plazo de aceptación era de un mes.

(12) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1993», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1993, pp. 105 y 106.

(13) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1995», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1996, pp. 85 y 86.

(14) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1996», en *Boletín económico*, Banco de España, abril de 1996, pp. 130 y 131.

3/1999, de 22 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones en los mercados oficiales de valores (BOE del 1 de octubre), ya que resulta imprescindible determinar la información mínima que necesariamente ha de publicarse sobre las operaciones realizadas en los mercados oficiales de valores (15), de acuerdo con los requisitos mínimos exigidos en la regulación sobre los mercados de valores.

La Circular regula la información de carácter público que las bolsas de valores, los mercados oficiales de futuros y opciones y el mercado AIAF de renta fija deberán difundir sobre las operaciones de mercados, ya sean ordinarias o extraordinarias, así como, en su caso, las órdenes formuladas en los mismos.

Las *sociedades rectoras de las bolsas de valores* deberán difundir, a través de los boletines diarios de contratación u otros medios adecuados de difusión, determinada información que se detalla en la norma, según el tipo de operación a realizar. Así, se regula la información que se deberá difundir en las operaciones ordinarias —tanto en las órdenes formuladas (o cotizaciones) como en las operaciones ejecutadas—; en las operaciones de renta variable efectuadas en corros; en las operaciones efectuadas en el mercado electrónico de renta fija; en las operaciones bursátiles especiales y en las operaciones extraordinarias.

Las *sociedades rectoras de los mercados oficiales de futuros y opciones* deberán difundir, en tiempo real y para cada contrato y vencimiento abierto y serie, en su caso, el volumen acumulado para cada una de las tres mejores propuestas de compra y de venta. En las operaciones ejecutadas, se indicará el precio, volumen y hora de ejecución de todas las operaciones efectuadas a lo largo de la sesión, y en las posiciones abiertas, el volumen de las mismas.

Por último, en las operaciones ejecutadas del mercado AIAF de renta fija, deberá informarse, en tiempo real, del volumen contratado en cada emisión negociada, precio y TIR últimos, salvo para los activos a corto plazo (pagarés), para los que solo se difundirá volumen contratado y TIR últimos.

9. BOLSAS DE VALORES: MODIFICACIÓN DE LOS REQUISITOS DE ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN

El Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprobó el Reglamento de Bolsas, actualmente vigente, determinó que el Ministerio

(15) Esta Circular no es de aplicación a las operaciones que se efectúen en el mercado de deuda pública

de Economía y Hacienda puede variar los requisitos mínimos sobre admisión de valores a negociación en una Bolsa, siempre que concurran circunstancias que así lo justifiquen.

Dada la creciente preferencia de los inversores para orientar sus recursos al mercado de renta variable en los últimos años, y con el fin de impulsar la financiación de las empresas españolas a través de los mercados de valores, las autoridades económicas, mediante la OM de 19 de junio de 1997 (16), eximieron a las empresas que querían cotizar en Bolsa del requisito de haber obtenido en los dos últimos años, o en tres años alternos de los últimos cinco años, beneficios suficientes como para haber repartido un dividendo de, al menos, el 6 % del capital. Como contrapartida, la Orden exigía el cumplimiento de alguna de las siguientes circunstancias: que la entidad emisora, por sus perspectivas de negocio y financieras, justifique la obtención de beneficios en los ejercicios venideros, con independencia del plazo que haya transcurrido desde su constitución; que la entidad emisora se haya constituido como consecuencia de una operación de fusión, escisión o aportación de rama de actividad; o que se trate de un emisor que esté en proceso de reordenación o reestructuración económica o de privatización por una entidad pública.

Recientemente, con el ánimo de abrir a determinadas empresas españolas una nueva vía de obtención de recursos en los mercados de valores, la OM de 22 de diciembre de 1999 (BOE del 30) ha flexibilizado aún más lo dispuesto en la OM de 19 de junio, ya que la justificación de la obtención de beneficios en los ejercicios venideros se ha sustituido por un informe que la entidad emisora debe aportar a la CNMV sobre las perspectivas de negocio y financieras, y sobre la evolución de sus resultados en los próximos ejercicios.

Por lo demás, quedan sin variación las otras dos exigencias principales para que una empresa sea admitida a cotización: un capital mínimo de 200 millones de pesetas y una difusión mínima del capital (al menos 100 accionistas con participación individual inferior al 25 % del capital social).

10. BOLSAS DE VALORES: CREACIÓN DE UN SEGMENTO ESPECIAL DE NEGOCIACIÓN

En la actualidad económica ha cobrado especial protagonismo un determinado tipo de

(16) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1997», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1997, p. 113.

empresas caracterizadas por pertenecer a un sector tecnológicamente puntero, expuestas a mayores riesgos, pero con un gran potencial de crecimiento. En estos mercados los niveles de información y de protección del inversor deben ser aumentados y adaptados a sus especiales características, dado que el actual marco jurídico que rige los mercados de valores españoles se muestra claramente insuficiente.

Por ello, se ha publicado la citada OM de 22 de diciembre de 1999 (BOE del 30), por la que se crea un segmento especial de negociación que se denominará «Nuevo Mercado», en el que se negociarán los valores de empresas de sectores innovadores de alta tecnología u otros sectores que ofrezcan grandes posibilidades de crecimiento futuro.

La CNMV se encargará de establecer los criterios generales que determinen el que los valores de la empresa deban ser negociados en el Nuevo Mercado. Asimismo, establecerá las condiciones particulares de admisión y permanencia que habrán de cumplir dichas empresas. Por su parte, las bolsas de valores establecerán las reglas de contratación y funcionamiento del Nuevo Mercado; y difundirán, adecuadamente, la información general y especial exigida a las entidades emisoras pertenecientes a este segmento de mercado.

Por otro lado, las entidades emisoras informarán, al menos una vez al año, sobre la marcha y evolución del negocio, así como de las perspectivas del mismo. Finalmente, deberán hacer mención, tanto en los distintos folletos informativos como en la información pública periódica y en las cuentas anuales, de que la negociación de sus valores se desarrollará en el Nuevo Mercado.

11. CÓDIGO GENERAL DE CONDUCTA Y NORMAS DE ACTUACIÓN EN LA GESTIÓN DE CARTERAS DE INVERSIÓN

La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, recogía en su exposición de motivos la necesidad de instaurar en la legislación española unas normas mínimas de conducta de cuantos operan en los mercados de valores, encaminadas a defender, prioritariamente, los intereses de los inversores y velando, en todo momento, por la transparencia del mercado. El desarrollo de esos principios se llevó a cabo mediante el RD 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, cuyo objetivo era contribuir a la transparencia del mercado y a la protección de los inversores, estableciendo un

código general de conducta que debe regir las relaciones entre las entidades operantes en el mercado y sus clientes.

Sin embargo, el importante desarrollo de la gestión de carteras en España en los últimos años apenas se ha visto acompañado de desarrollos normativos específicos para esta actividad.

Con la finalidad de adaptar el código general de conducta y las normas de actuación del RD 629/1993 a las peculiaridades de la gestión de carteras de inversión, se ha promulgado la *OM de 7 de octubre de 1999* (BOE del 16), con el propósito de crear un cuerpo de normas de conducta dirigidas de forma específica a regir las relaciones entre las entidades gestoras de carteras y sus clientes.

Su ámbito de aplicación son las empresas de servicios de inversión (17) y las entidades de crédito tanto españolas como extranjeras (en adelante, las entidades) que llevan a cabo en territorio nacional actividades de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por inversores residentes en España.

En la actividad de gestión de carteras, las entidades deberán atender determinados principios y deberes que vienen especificados en la norma, entre otros, como: asesorar profesionalmente a sus clientes; desarrollar su actividad de acuerdo con los criterios pactados por escrito con el cliente (criterios generales de inversión) en el correspondiente contrato; abstenerse de hacer operaciones innecesarias con objeto de multiplicar las comisiones y sin beneficio para el cliente; y, en caso de conflicto de intereses, dar prioridad a los intereses del cliente sobre los propios. A este respecto, las entidades deberán advertir a los clientes de los conflictos de interés que se planteen en el desarrollo de su actividad, debiendo identificar de forma separada, en las informaciones que remitan periódicamente a los clientes, las operaciones, las inversiones o actuaciones en las que se produzcan estos casos. También deberán informarles expresamente de la existencia de cualquier relación o vínculo interesado entre el gestor y su grupo con alguna de las sociedades en

(17) La Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, por la que se transpuso al ordenamiento interno la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, introdujo el término «empresas de servicios de inversión», similar al utilizado por la Directiva 93/22/CEE, para incluir en esta categoría a las sociedades y agencias de valores, y a las sociedades gestoras de carteras.

las que el cliente tenga participación a efectos de su representación para el ejercicio de los derechos políticos derivados de las acciones pertenecientes a dicho cliente.

Por otra parte, las relaciones entre el cliente y el gestor de su cartera deberán estar formalizadas mediante contrato-tipo de gestión de cartera, conforme a lo establecido en la OM de 25 de octubre de 1995 (18). Dichos contratos, cuyos modelos normalizados serán aprobados por la CNMV, se redactarán de forma clara y fácilmente comprensible, y su contenido abarcará determinados aspectos concretados en la norma, entre los que caben resaltar los siguientes: la descripción pormenorizada de los criterios generales de inversión acordados entre el cliente y la entidad; una relación concreta y detallada de los diferentes tipos de operaciones que se podrán realizar, en la que se distinguirán, al menos, las de valores de renta variable, de renta fija, otros instrumentos financieros de contado, instrumentos derivados, productos estructurados y financiados; el compromiso del gestor de realizar una gestión discrecional e individualizada del patrimonio aportado por el cliente, así como la mención expresa al Fondo de Garantía de Inversiones o del sistema alternativo de garantía al que está adscrita, en el caso de que la entidad gestora sea no residente.

Asimismo, y con independencia de las causas que, legal o convencionalmente, puedan dar lugar a la finalización del contrato de gestión de carteras, los clientes conservarán en todo momento la facultad de resolverlo unilateralmente, sin perjuicio del derecho de la entidad a percibir las comisiones por las operaciones realizadas pendientes de liquidar en el momento de la resolución del contrato y otros gastos pactados contractualmente. Una vez resuelto el contrato, los gestores de carteras dispondrán de un plazo máximo de quince días para rendir y dar razón de las cuentas de la gestión.

Por último, una vez finalizado el contrato, los gestores de carteras pondrán el patrimonio a disposición de sus clientes en la forma que haya sido prevista en él, previa deducción de las cantidades debidas.

(18) Esta OM desarrolló parcialmente el RD 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, y estableció el régimen de las tarifas que aplican las entidades a su clientela, las reglas que deberán respetar sobre la puesta a disposición de sus clientes de valores y fondos correspondientes a las operaciones realizadas, así como de la entrega de los documentos contractuales pertinentes.

12. ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO: PROCEDIMIENTOS ADMINISTRATIVOS Y MODELOS NORMALIZADOS

La Ley 1/1999, de 5 de enero (19), estableció un marco jurídico estable y completo de las entidades de capital-riesgo (en adelante, ECR) y de sus sociedades gestoras (en adelante, SGECR), sentando las bases para que dichas entidades continúen promocionando o fomentado a las pequeñas y medianas empresas de carácter no financiero, a fin de que sigan desarrollando actividades relacionadas con la innovación tecnológica o de otra naturaleza mediante la adquisición de participaciones temporales de su capital.

La mencionada Ley facultó al Ministerio de Economía y Hacienda (MEH) para que determinara, para cada tipo de ECR y atendiendo a sus especialidades, los requisitos y modelos normalizados de solicitud de autorización junto con los documentos normalizados que deben acompañar a dicha solicitud. Haciendo uso de esta prerrogativa, el MEH, mediante la OM de 17 junio de 1999 (20), por la que se desarrolló parcialmente la Ley 1/1999, habilitó expresamente a la CNMV para que determinara tanto los requisitos como los modelos normalizados, y estableció que dicha documentación debía presentarse directamente en la CNMV.

En virtud de esta habilitación, se ha publicado la *CCNMV 4/1999, de 22 de septiembre* (BOE del 16 de octubre), que regula los procedimientos y modelos de documentos aplicables para obtener la autorización del proyecto de constitución de las nuevas ECR y SGECR, así como para la modificación de los reglamentos de gestión y estatutos sociales de las entidades ya existentes.

La tramitación de los proyectos de constitución de las ECR y de las SGECR se iniciará mediante la presentación ante la CNMV de una solicitud de autorización, siguiendo los modelos establecidos en los anejos de esta Circular.

En la solicitud de las ECR constarán: los datos identificativos del solicitante; una memoria explicativa del proyecto de ECR, a fin de permitir una correcta evaluación de los fines y objetivos de la nueva entidad; un borrador de folleto informativo, que deberá contener aquellos aspectos de carácter jurídico y financiero que per-

mitan al inversor formular un juicio fundado sobre la inversión que se propone; un proyecto del reglamento de gestión o de estatutos sociales; el historial profesional de los miembros del consejo de administración de las ECR y de las personas que desempeñen en ellas puestos de alta dirección, así como un cuestionario sobre condiciones de honorabilidad, que deben cumplimentar dichos miembros, y todo ello cumplimentado conforme a los modelos establecidos por la CNMV y recogidos en los anejos de esta norma.

La solicitud de autorización de las SGECR es similar a la de las ECR, exigiendo la presentación en la CNMV de los mismos documentos, a excepción del borrador de folleto informativo.

13. MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES

La Ley 30/1995, de 8 de noviembre (21), de ordenación y supervisión de los seguros privados, y la Ley 66/1997, de 30 de diciembre (22), de medidas fiscales, administrativas y del orden social, introdujeron una serie de modificaciones en la Ley 8/1987, de 8 de junio (23), de regulación de los planes y fondos de pensiones, relativas al régimen jurídico de los planes de pensiones y a los sistemas financieros y actuariales a que se ha de adecuar su funcionamiento. Asimismo, estas normas previeron el desarrollo reglamentario de determinadas materias, especialmente en relación con los sistemas de capitalización, con el cálculo de los fondos de capitalización y provisiones técnicas, y con otros límites y aspectos de los planes de pensiones.

Para abordar los referidos desarrollos normativos se ha publicado el *RD 1589/1999, de 15 de octubre* (BOE del 26), que actualiza determinados preceptos del reglamento de planes y fondos de pensiones, aprobado por el RD 1307/1988, de 30 de septiembre.

Respecto a los sistemas de capitalización, solo será admisible la utilización de sistemas financieros y actuariales de capitalización individual, excluyendo los de carácter colectivo con-

(19) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 89 y 90.

(20) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1999», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1999, pp. 114 y 115.

(21) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1995», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1996, pp. 86 a 91.

(22) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1997», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1998, pp. 87 y 88.

(23) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1987», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1987, pp. 49 a 51.

templados en la norma hasta la fecha. De esta manera, el coste anual de cada una de las contingencias en que esté definida la prestación se calculará individualmente para cada partícipe, sin que la cuantía anual de la aportación imputable a un partícipe por tales conceptos pueda diferir de la imputación fiscal soportada por el mismo.

En cuanto a la limitación de las aportaciones anuales, se amplía el límite máximo de 1.000.000 de PTA a 1.100.000 PTA, pudiendo incrementarse hasta 2.200.000 PTA, según la edad cumplida por el partícipe a partir de los 52 años. Asimismo, el MEH podrá actualizar estos límites adicionales a medida que se vaya modificando el límite de aportación máxima (es decir, el cobro o liquidez del patrimonio).

Respecto al régimen de prestaciones, se determinan nuevas situaciones, asimilables a la jubilación, y se actualizan las formas de cobro y reconocimiento del derecho a las prestaciones. Respecto a las situaciones asimilables a la jubilación, se pueden considerar tanto la extinción como la suspensión de la relación laboral de un partícipe con al menos 52 años de edad, que determine el pase a la situación de desempleo y siempre que se inscriba como tal en el Instituto Nacional de Empleo o se encontrase en dicha situación a partir de esa edad. Por su parte, en los planes del sistema de empleo, el establecimiento de tales prestaciones y su reconocimiento podrá preverse para períodos limitados o de forma coyuntural, en virtud de los supuestos establecidos en el Estatuto de los Trabajadores o sobre la base de lo previsto en un programa colectivo de cese o suspensión de la relación laboral, aceptado en negociación colectiva.

Por otro lado, las personas jubiladas solo podrán realizar aportaciones a los planes de pensiones para la contingencia de fallecimiento. No obstante, el jubilado que reanude su actividad laboral, causando alta en la Seguridad Social, podrá realizar aportaciones a planes de pensiones para la posterior jubilación prevista.

En cuanto a las formas de cobro y reconocimiento del derecho a las prestaciones, de forma similar al régimen anterior, estas pueden ser en forma de capital, en forma de renta y de carácter mixto (que combina las dos anteriores).

Por otra parte, cabe reseñar la adición de un nuevo capítulo al RD 1307/1988 para regular *los planes de pensiones del sistema de empleo de promoción conjunta (en adelante, planes*

conjuntos). Estos planes tienen que desarrollarse por varias empresas, ya sean de un mismo grupo o de empresas con menos de 250 trabajadores.

Respecto a los planes conjuntos de un mismo grupo, podrán ser constituidos por las sociedades mercantiles que pertenezcan al grupo y que reúnan las siguientes condiciones:

- a) Que se trate de sociedades mercantiles constituidas conforme a la legislación española y con domicilio social en territorio nacional.
- b) Que tengan compromisos por pensiones con su personal activo para la contingencia de jubilación susceptibles de ser integrados en un plan de pensiones.

No obstante, no será precisa la participación en el plan de las entidades de crédito, aseguradoras, y sociedades y agencias de valores del grupo que hubieran optado por el mantenimiento de sus compromisos en fondos internos, ni de las sociedades del grupo que a la fecha de formalización del plan de pensiones del grupo fuesen promotoras de otros planes de pensiones del sistema de empleo ya formalizados. Una vez formalizado el plan de pensiones del grupo, podrán incorporarse con posterioridad nuevas empresas o entidades que pasen a formar parte del grupo.

En cuanto a los planes conjuntos promovidos por empresas con menos de 250 trabajadores, la formalización de dichos planes requerirá el concurso inicial de, al menos, dos empresas, pudiendo incorporarse posteriormente cualesquiera otras con menos de 250 trabajadores, si así lo permiten las especificaciones que podrán limitar el número y características de posibles promotores.

Otros aspectos reseñables son las normas comunes a los planes de pensiones del sistema de empleo de promoción conjunta, la composición y funcionamiento de las comisiones de control, la separación de las entidades promotoras y las causas de terminación de dichos planes.

Por último, en la disposición adicional de la norma se actualizan las hipótesis financieras y actuariales relevantes para los planes de pensiones, y en la disposición transitoria se ofrecen los elementos y plazos necesarios para proceder a la adaptación de los planes de pensiones preexistentes a lo establecido en este Real Decreto.

14. INSTRUMENTACIÓN DE LOS COMPROMISOS POR PENSIONES DE LAS EMPRESAS CON LOS TRABAJADORES Y BENEFICIARIOS

La Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de ordenación y supervisión de los seguros privados, configuró el régimen de instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores, jubilados y beneficiarios (conocido como *régimen de exteriorización*), incluyendo las prestaciones causadas, a la vez que modificó la Ley 8/1987, de 8 de junio, de regulación de los planes y fondos de pensiones en este sentido. Este régimen tiene carácter permanente, ya que establece que los compromisos de la empresa con los trabajadores, jubilados y beneficiarios deben instrumentarse mediante planes de pensiones o contratos de seguros, no resultando admisible la cobertura de tales compromisos mediante fondos internos o instrumentos similares que supongan el mantenimiento, por parte de la empresa, de la titularidad de los recursos constituidos.

Recientemente, dicho régimen ha sido desarrollado mediante el *RD 1588/1999, de 15 de octubre* (BOE del 27), por el que se aprueba el Reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios, también denominado régimen de exteriorización.

Este régimen permite cumplir un doble objetivo. Por un lado, protege los compromisos por pensiones de las empresas con trabajadores y beneficiarios en caso de insolvencia o de dificultades financieras para la empresa. Por otro, la exteriorización de los compromisos por pensiones fuera del balance de las empresas les permite liberar recursos y concentrarse en su actividad típica, lo que, en última instancia, se traducirá en una mayor competitividad nacional e internacional. Asimismo, este proceso supone trasladar la gestión de los recursos para pensiones a entidades especializadas en la gestión e inversiones financieras, ya sean entidades gestoras de fondos de pensiones o entidades aseguradoras.

No obstante, este régimen mantiene una excepción —aunque transitoria— para las entidades del sector financiero: entidades de crédito, entidades aseguradoras y las sociedades y agencias de valores (en adelante, entidades financieras), ya que actúan en sectores regulados y sometidos a la supervisión de un órgano de control, lo cual redundará en la garantía de solvencia perseguida en la norma. Asimismo, estas entidades concentran su actividad típica, precisamente, en la administración y gestión de

fondos y, en su caso, en la valoración y cobertura de riesgos.

El reglamento se estructura en cuatro capítulos:

En el capítulo primero se establece el ámbito de aplicación de la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas, así como la obligación de instrumentar y, en su caso, de adaptar los compromisos por pensiones de las empresas, bien mediante planes de pensiones, bien mediante contratos de seguros colectivos o de ambos.

En el capítulo segundo se recoge el régimen transitorio de la adaptación de los compromisos por pensiones mediante planes de pensiones. Entre otros aspectos, este régimen debe incluir los siguientes elementos:

- a) Un plan de reequilibrio que integre los derechos por servicios pasados correspondientes a compromisos por pensiones para su personal activo y, en su caso, las obligaciones ante jubilados y beneficiarios.
- b) El trasvase de los fondos constituidos, que se efectuará en un plazo máximo de diez años, desde la formalización o modificación de las especificaciones del plan de pensiones, según corresponda, para incorporar los compromisos integrados en el plan de reequilibrio.
- c) La amortización del déficit, que deberá efectuarse en un plazo máximo de quince años, contados desde la formalización del plan de pensiones o, en su caso, desde la modificación del mismo para incorporar el plan de reequilibrio.
- d) El régimen jurídico, la valoración y cuantificación de los derechos por servicios pasados y de las obligaciones ante jubilados y beneficiarios.

En el capítulo tercero se hace referencia a la instrumentación de los compromisos por pensiones mediante contratos de seguros, pudiendo formalizarse, bien a través de póliza de seguro colectivo o mediante el correspondiente reglamento de prestaciones.

Finalmente, el capítulo cuarto desarrolla un régimen excepcional para las entidades financieras. Cabe resaltar que el reglamento mantiene un régimen de excepción para las entidades financieras que tengan en un fondo interno sus compromisos por pensiones asumidos antes del 10 de mayo de 1996. Para ello deberán concurrir las siguientes condiciones:

- a) Que se trate de compromisos por pensiones derivados de convenio colectivo o disposición equivalente anterior a esa fecha.
- b) Que la entidad financiera tuviera asumido el compromiso a dicha fecha, o lo haya asumido posteriormente por subrogación en virtud de operaciones societarias.
- c) Que los citados compromisos, a la entrada en vigor de este Reglamento, se hallen instrumentados por la entidad financiera a través de las correspondientes provisiones o anotaciones contables, correspondiendo la gestión de los recursos para su cobertura a la misma o a otras entidades financieras en virtud de operaciones de seguro o similares.

También podrá extenderse este régimen transitorio al personal procedente de otras entidades financieras con las que tuvieran asumidos compromisos por pensiones autorizadas a mantener en fondo interno. En estos casos, si la entidad se subroga o asume dichos compromisos, podrá a su vez mantenerlos en fondo interno, siempre que esta tenga concedida la autorización para mantener sus compromisos en fondo interno.

Asimismo, las entidades que pretendan acogerse a este régimen transitorio deberán solicitarlo al Ministro de Economía y Hacienda antes del 1 de enero del año 2001, debiendo presentar la documentación que se especifica en la norma y cumplir las condiciones establecidas en el citado reglamento.

Finalmente, deberán ajustarse a lo dispuesto en la disposición adicional primera de la Ley 8/1987, de 8 de junio, de regulación de los planes y fondos de pensiones, los nuevos compromisos por pensiones asumidos con posterioridad al 9 de mayo de 1996, los compromisos por pensiones correspondientes al personal que ingrese en la empresa con posterioridad a la entrada en vigor de este reglamento, así como los contratos de seguros formalizados que instrumenten compromisos por pensiones.

15. FISCALIDAD DE ACTIVOS FINANCIEROS

Con el ánimo de contribuir al desarrollo y mayor liberalización de los mercados de activos financieros, en coherencia con los países de nuestro entorno, cabe mencionar la publicación de dos disposiciones de carácter fiscal:

Por un lado, se ha publicado el *RD 2060/1999, de 30 de diciembre* (BOE del 31),

que modifica determinados preceptos del reglamento del impuesto sobre sociedades, aprobado por el *RD 537/1997, de 14 de abril* (24). Entre otros aspectos, cabe reseñar los siguientes: en primer lugar, se exoneran de retención las rentas procedentes de deuda emitida por las administraciones públicas de países de la OCDE y activos financieros negociados en mercados organizados en dichos países, así como las rentas obtenidas por fondos de fondos y fondos principales-subordinados y las cantidades satisfechas por entidades aseguradoras a los fondos de pensiones como consecuencia del aseguramiento de planes de pensiones. En segundo lugar, se suprime la obligación de retener por parte de las entidades depositarias de sociedades de inversión mobiliaria de capital variable, con lo que, en el caso de transmisión o reembolso de las acciones de esta, será el socio quien deba efectuar un pago a cuenta. Finalmente, se rebaja del 25 % al 18 % el tipo de retención e ingreso a cuenta aplicable con carácter general en el impuesto sobre sociedades, en coherencia con lo previsto en el IRPF.

Por otro lado, se ha publicado la *OM de 22 de diciembre de 1999* (BOE del 29), que establece un nuevo procedimiento para la devolución de la retención que simplifica el anterior. En particular, esta Orden sistematiza y unifica el procedimiento de retención practicada sobre los intereses procedentes de los activos financieros representados en anotaciones en cuenta y negociados en un mercado secundario oficial, en poder de contribuyentes exentos en el impuesto sobre sociedades o en el impuesto sobre la renta de no residentes por obtención de rentas en territorio español mediante establecimiento permanente. Este nuevo procedimiento no será de aplicación a las rentas procedentes de valores de la deuda pública, con excepción de la emitida por las corporaciones locales.

16. PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2000

Como es habitual en el mes de diciembre de cada año, se han aprobado los Presupuestos Generales del Estado para el año 2000, mediante la *Ley 54/1999, de 29 de diciembre* (BOE del 30).

En estos Presupuestos no se introducen novedades significativas respecto a los del año anterior, ya que continúa la línea de austeridad,

(24) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1997», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1997, pp. 115 y 116.

el control del déficit y la disciplina presupuestaria iniciada en ejercicios anteriores.

De conformidad con ese espíritu legislativo, cabe resaltar, por su importancia o novedad, los siguientes aspectos:

En el campo de la regulación financiera, el tipo de interés legal del dinero y el de demora de las deudas tributarias vigentes se mantienen en el 4,25 % y en el 5,5 %, respectivamente. Asimismo, se fija en 1,71 billones de pesetas el límite para el incremento del saldo vivo de la deuda del Estado durante el año. Este límite, que puede ser revisado si se dan determinadas circunstancias previstas en la propia Ley, será efectivo al término del ejercicio, pudiendo ser sobrepasado, previa autorización del MEH, en limitados casos.

En el ámbito fiscal, y concretamente en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), las modificaciones afectan a la deflactación de las correspondientes escalas de gravamen, general y autonómica, y a la actualización de los coeficientes correctores del valor de adquisición al 2 % (porcentaje de inflación previsto para el próximo ejercicio), así como establecer los mecanismos adecuados, con objeto de compensar a aquellos contribuyentes a los que la nueva regulación les resulte menos ventajosa que la aplicación de las deducciones que vinieran disfrutando en materia de inversión y arrendamiento de vivienda habitual.

En materia de impuesto sobre sociedades, se actualizan los coeficientes que recogen la depreciación monetaria habida desde 1983, y se determina el importe de los pagos a cuenta que deberán realizar las entidades sujetas a este impuesto, sin otra modificación, en relación con la legislación vigente en 1999, que la que resulta de establecer la obligación de las sociedades transparentes de efectuar pagos fraccionados del impuesto, y, al igual que ocurría en el IRPF, se establece la posibilidad de deducir de la base imponible del impuesto los gastos procedentes de actividades y programas prioritarios de mecenazgo. En el impuesto sobre el patrimonio, se actualiza el mínimo exento (18 millones de pesetas) y la tarifa aplicable en el caso de que las CCAA no aprueben cuantías propias o no hayan asumido competencias en la materia.

En cuanto al gasto público, se mantiene para el año 2000 tanto la suspensión de la posibilidad de realizar incorporaciones de crédito, excepto en determinados casos concretos, como la prohibición de efectuar transferencias de crédito de operaciones de capital a opera-

ciones corrientes, con las mismas salvedades que para el ejercicio anterior.

En relación con las CCAA, se fijan los porcentajes de participación de las mismas en los ingresos del Estado para el quinquenio 1997-2001, aplicables el 1 de enero de 2000, distinguiendo los porcentajes definitivos de participación en los ingresos territoriales del Estado por el IRPF y los de participación de las CCAA en los ingresos generales del Estado. Igualmente se distingue, en lo referente a la financiación del año 2000 por participación en los ingresos del Estado, entre las CCAA a las que les es aplicable el modelo del sistema de financiación para dicho quinquenio y las que no han adoptado acuerdo sobre el sistema de financiación.

17. MEDIDAS FISCALES, ADMINISTRATIVAS Y DE ORDEN SOCIAL

Como es habitual en los últimos años, para facilitar el cumplimiento de los objetivos de política económica plasmados en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2000, se han adoptado una serie de medidas fiscales, administrativas y del orden social, recogidas en la *Ley 55/1999, de 29 de diciembre* (BOE del 30).

La Ley introduce determinadas reformas que afectan al ámbito tributario, a las normas reguladoras del régimen personal al servicio de las Administraciones Públicas, y atiende a necesidades concretas tanto en la gestión como en la organización y acción administrativa.

Dentro del ámbito fiscal, se modifican determinados apartados de la actual normativa del IRPF, contenida en la Ley 40/1998, de 9 de diciembre (25). En primer lugar, dentro de las rentas exentas, se añaden las indemnizaciones satisfechas por la Administraciones Públicas por daños físicos o psíquicos a personas como consecuencia del funcionamiento de los servicios públicos. En segundo lugar, se amplía la casuística de la deducción por inversión en vivienda habitual en aquellos casos en que los contribuyentes efectúen obras e instalaciones de adecuación en la misma, incluidos los elementos comunes del edificio y los que sirvan de paso necesario entre la finca y la vía pública (anteriormente, estas deducciones solo beneficiaban a los contribuyentes minusválidos). Por otro lado, en cuanto al cálculo de los rendimien-

(25) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 94 a 96.

tos netos del trabajo generados de forma irregular en el tiempo, la norma establece que la cuantía del rendimiento sobre la que se aplicará la reducción del 30 % no podrá superar el importe que resulte de multiplicar el salario medio anual del conjunto de los declarantes en el IRPF por el número de años de generación del rendimiento. A estos efectos, cuando se trate de rendimientos obtenidos de forma notablemente irregular, se tomarán cinco años.

Por otra parte, se podrán reducir, con carácter general, un 7 % los rendimientos netos obtenidos en el año 2000 en el régimen de estimación objetiva del IRPF, pudiendo llegar hasta el 12 % si durante el año 2000 se incrementa la plantilla.

En el impuesto sobre sociedades, se establecen determinadas medidas incentivadoras, como la nueva configuración de la deducción por actividades de investigación científica e innovación tecnológica.

Respecto al impuesto sobre el valor añadido (IVA), se suprime, a partir del 1 de enero de este año, el régimen especial del comercio minorista de determinación proporcional de bases imponibles y su incidencia en otros regímenes especiales del impuesto, y se establece el régimen especial del oro de inversión.

Finalmente, entre las disposiciones adicionales, cabe reseñar la modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio (26), del Mercado de Valores, y del RD-L 1564/1989, de 22 de marzo, que recoge el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, para regular, por primera vez, las *stock options*.

Respecto a la Ley 24/1988, los administradores de las sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en una bolsa de valo-

(26) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», en *Boletín económico*, Banco de España, octubre de 1988, pp. 61 y 62.

res deberán comunicar a la sociedad afectada, a las bolsas en que se negocien sus acciones y a la CNMV la adquisición o enajenación de derechos de opción sobre acciones de la propia sociedad que realicen por cualquier título. Asimismo, la admisión a negociación en una bolsa de valores de las acciones de una sociedad o el nombramiento de nuevos administradores, además de las exigencias ya establecidas, obligará, en el caso de los administradores, a informar sobre sus derechos de opción sobre acciones de la sociedad. Por último, los directivos de sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en una bolsa de valores deberán comunicar a la CNMV los derechos de opción sobre acciones que reciban en ejecución de un sistema de retribución de dichas sociedades, sometiéndose dicha comunicación al régimen de publicidad de los hechos relevantes (27).

En cuanto a la Ley de Sociedades Anónimas, la retribución consistente en la entrega de acciones, o en derechos de opción sobre las mismas o que esté referenciada al valor de las acciones deberá preverse expresamente en los estatutos, y su aplicación requerirá un acuerdo de la junta general de accionistas. Asimismo, el ejercicio y la enajenación de los derechos de opción sobre acciones por los administradores de una sociedad cotizada concedidos antes del 1 de enero de 2000 —si no está contemplado en los estatutos— también requerirá aprobación de la junta general de accionistas. En el caso de los directores generales y asimilados, precisarán, en todo caso, la aprobación de la junta general para el ejercicio o la enajenación de estos derechos concedidos antes del 1 de enero de 2000.

20.1.2000.

(27) Dicho régimen de publicidad viene recogido en el art. 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y obliga a los emisores de valores a informar al público, en el más breve plazo posible, de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización de los mismos, aunque la CNMV podrá dispensar de dicha obligación si lo estima necesario.

La reforma del sistema de provisiones de insolvencia

Conferencia pronunciada por D. Raimundo Poveda, Director General del Banco de España, en la APD, Madrid, el 18 de enero de 2000.

El pasado mes de diciembre, el Banco de España publicó una Circular que modifica la regulación sobre provisión del riesgo de crédito, o provisión de insolvencias contenida en su Circular sobre normas de contabilidad (1). La modificación presenta alguna novedad conceptual muy interesante e importante, que va a tener efectos apreciables en las cuentas de las entidades de crédito de los próximos años. El proyecto, como cualquier norma contable del Banco de España, fue sometido a consulta de las asociaciones profesionales de las entidades de crédito afectadas, y de otros organismos e instancias públicas implicadas. En este caso, y precisamente por su novedad e importancia, el proceso de consulta fue más prolongado, y produjo una discusión más intensa de lo que suele ser habitual en una norma contable en nuestro país; tuvo por ello un eco desusado en la prensa económica. Aunque conviene añadir que esa discusión no excedió los límites de lo que en otros países, y en particular en los de la órbita anglosajona, es normal en la preparación de normas contables importantes. La discusión fue, en conjunto, constructiva y útil, porque permitió refinar técnicamente las propuestas iniciales, y facilitó su aceptabilidad, al definir un nivel de provisiones cuya implantación no será traumática para las entidades o para los mercados crediticios.

Las modificaciones introducidas en diciembre en materia de provisiones son de dos órdenes. La novedad más importante y original es la creación de un nuevo concepto de provisión de insolvencias. Esa provisión comenzó llamándose, según gustos, anticíclica o de estabilización, una terminología que se fijaba en los efectos del mecanismo contable diseñado para la nueva provisión; pero, finalmente, se ha bautizado como provisión estadística, lo que atiende sobre todo a su naturaleza. En algún momento se jugó con la denominación de provisión actuarial, tomando prestado de la técnica aseguradora un término que, en definitiva, significa lo mismo que provisión estadística. El resto de las modificaciones de la Circular de diciembre consiste en una revisión de la regulación de los conceptos de provisión de insolvencia ya existentes, que se someten al pulido de la expe-

(1) Circular 9/1999, de 17 de diciembre, a entidades de crédito, sobre modificación de la Circular 4/1991, de 14 de junio, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros (BOE de 23 de diciembre). Véase también la Circular 10/1999, de 17 de diciembre, a entidades de crédito, sobre modificación de la Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

riencia, y, sobre todo, que se ajustan para mantenerlos al nivel de los mejores estándares internacionales en la materia.

Voy a tratar sucesivamente todas las modificaciones de la Circular, pero dedicaré la mayor parte de mi intervención a la provisión estadística.

Regulación contable y regulación prudencial

Conviene empezar situando esa provisión en el marco de la doctrina prudencial, que no puede ser olvidada al diseñar la normativa contable de las entidades de crédito. Es habitual centrar los esfuerzos de la regulación prudencial en el terreno de los coeficientes de solvencia, y demás normas de comportamiento que se proponen asegurar la sanidad financiera de las entidades de crédito. En muchos países las normas contables bancarias se mantienen al margen de los objetivos estrictamente prudenciales. Pero este distanciamiento no es necesario ni conveniente. Se está produciendo un creciente reconocimiento internacional de que la normativa contable desempeña un papel crucial en aquel propósito último de la regulación prudencial, de asegurar la sanidad bancaria. Más concretamente, en los diversos foros internacionales en los que se reúnen los supervisores y reguladores bancarios se ha llegado a la convicción de que sin un conjunto adecuado, prudente y eficaz de reglas de valoración contable de las operaciones con riesgo de crédito, o dicho de otro modo, de provisiones de insolvencia, la regulación prudencial *strictu sensu* resultaría inútil, y eso no excluiría al coeficiente de solvencia mejor diseñado y más riguroso. Los niveles de recursos propios aparentemente más sólidos pueden derrumbarse súbitamente ante la evidencia de una crisis de impagos, cuando la cartera no se ha calificado y provisionado correctamente. Sobran ejemplos de ello.

Lamentablemente, esa convicción de los supervisores no ha conducido todavía a una armonización internacional de la normativa contable sobre provisiones, paralela a la que ha tenido lugar en el campo de los requerimientos de recursos propios. Seguramente ello se debe, por un lado, a la compartimentación de áreas normativas que impera en muchos países; compartimentación que también existe entre los reguladores internacionales. Y, por otro, al hecho de que, siendo el riesgo de crédito un problema típicamente bancario (aunque, por supuesto, no exclusivamente bancario), no ha atraído tanto interés entre los reguladores contables como entre los bancarios. El resultado es que los breves preceptos de la normativa

contable general sobre valoración de ese riesgo, sea cual sea su corrección sobre el papel, resultan poco eficaces en la práctica para las entidades de crédito.

En España hace mucho tiempo que se ha reconocido la estrecha correlación que existe entre ambas materias, la contable y la prudencial, antes incluso de que se desencadenase la crisis bancaria de los primeros años ochenta. La regulación de las provisiones por insolvencias, y de otras provisiones, que fue desarrollando el Banco de España a lo largo de esa década, constituyó una parte fundamental de la política regulatoria que se proponía asegurar la sanidad y solvencia de las entidades de crédito; de hecho, antecedió en el tiempo a la regulación moderna del coeficiente de solvencia.

La revisión de la cuantificación del riesgo de crédito en la normativa prudencial

Asumamos, pues, que hay una íntima relación entre las normas de valoración contable (al menos, en el riesgo de crédito) y la normativa prudencial bancaria. Pero, como es sobradamente sabido, la pieza fundamental de la normativa prudencial, el coeficiente de solvencia que se definió en 1988 en el Comité de Supervisión de Basilea, se ha sometido recientemente a crítica por sus propios creadores, abriéndose un proceso de revisión aventurado, que todavía no sabemos a ciencia cierta adónde conducirá finalmente. Alguno de los aspectos de la discusión que está teniendo lugar es relevante para el tema concreto que nos ocupa hoy.

En efecto, los criterios que determinan los requerimientos regulatorios de recursos propios de las entidades de crédito son, en buena medida, criterios convencionales o institucionales, intuitivamente razonables, pero sin verdadera fundamentación científica. Una de las líneas principales de esa revisión trata de aproximar los criterios regulatorios a las verdaderas necesidades económicas de recursos propios de las entidades, en función de la mejor cuantificación posible del riesgo de cada entidad concreta. He dicho que el intento es aventurado, porque ni la doctrina económica o empresarial aplicable a las finanzas y a la contabilidad de los bancos, ni menos aún la práctica bancaria, ofrecen en este momento cuantificaciones precisas y (como dicen los estadísticos) robustas del riesgo bancario en general, y del riesgo de crédito en particular. Pero quizás el mejor producto de la revisión de la regulación de recursos propios emprendida es que está forzando a los supervisores, y a las propias entidades de crédito, a reflexionar en profundidad sobre el problema de la cuantificación de riesgo bancario. Y algu-

na de las líneas de reflexión apuntan ideas muy interesantes.

No voy a entrar de lleno en este asunto, que sería materia de otra conferencia completa, y nos llevaría demasiado lejos de nuestro propósito. Pero sí mencionaré un tema que conecta directamente con el nuestro, y con uno de los posibles puntos a decidir ante una provisión estadística.

Aparentemente, los reguladores de Basilea han abandonado la idea inicial de basar los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito en una modelización estadística completa y rigurosa de las propias entidades. Quiero decir que la han abandonado como ingrediente de la propuesta de revisión que tiene que salir en el segundo semestre del presente año. La razón de ese abandono es que esos modelos no están suficientemente generalizados, ni suficientemente verificados en el caso de los que ya existen, para que constituyan una propuesta regulatoria práctica; y que el progreso en materia de modelos depende de la acumulación previa de unas ingentes masas de datos, lo que va a exigir mucho tiempo y esfuerzo. Pero los reguladores internacionales no han abandonado los modelos internos como objetivo a medio o largo plazo, y alientan a las entidades a seguir trabajando en su desarrollo y utilización.

En la actualidad se está explorando una línea alternativa que en algunos aspectos, o en ciertas variantes, podría mostrar elementos de convergencia con los modelos estadísticos. Se trata de las calificaciones internas de riesgo de las entidades. Aquí la variedad y dispersión de planteamientos es grande, y seguramente el objetivo práctico principal de los sistemas utilizados es colaborar en la selección de operaciones, más que en la determinación de su valoración contable o financiera. Pero alguno de los sistemas más ricos de calificación interna explotan la información cuantitativa existente para establecer probabilidades de impago para ciertas categorías homogéneas de riesgo, e incluso (menos frecuentemente) para estimar las pérdidas esperadas en caso de impago; aunque no parece que los sistemas en uso logren incorporar por el momento una perspectiva temporal que tenga en cuenta los aspectos cíclicos de los impagos. Me estoy refiriendo ahora a experiencias españolas; el Banco de España está estudiando en la actualidad las características de los sistemas de calificación interna practicados en España, en el marco de los trabajos sobre la materia emprendidos en Basilea y Bruselas. Una conclusión de ese estudio es que ciertos sistemas de calificación interna de créditos en uso indican que sus usuarios

están haciendo progresos importantes hacia una cuantificación objetiva del riesgo de crédito.

Cuantificación del riesgo de crédito en la doctrina contable

Una vez conseguida de una u otra forma, bien o no tan bien, una cuantificación aceptable de los riesgos bancarios, se plantea inmediatamente la cuestión de cómo tratar los riesgos ya medidos. En general, se considera que deben cubrirse con recursos financieros; algunos tipos de riesgo aceptarían otros tratamientos (por ejemplo, limitaciones cuantitativas), pero en el caso del riesgo de crédito la prescripción más lógica es esa. ¿Cuál es entonces la naturaleza de las coberturas financieras a realizar? La doctrina contable tradicional no puede dar una respuesta completa a esa pregunta, porque su planteamiento es muy limitado. Solo se ocupa de la cobertura de los activos perjudicados, esto es, aquellos en los que se ha producido morosidad u otras señales de que el activo, o su titular, han entrado en una situación que pone en peligro inmediato la plena recuperabilidad de la inversión bancaria. Para ellos prescribe la constitución de provisiones, o la aplicación de correcciones valorativas, lo que en definitiva es lo mismo, por el importe de los daños percibidos, siempre con cargo a resultados.

Sin embargo, no hay una razón de fondo para que al hablar del riesgo tengamos que ceñirnos exclusivamente a los activos perjudicados. Debemos ocuparnos de toda la cartera, incluida la cartera en situación corriente, porque esa cartera también esconde pérdidas latentes, que todavía no se pueden identificar a nivel individual, pero que pueden estimarse con mayor o menor exactitud o certeza a nivel global con métodos estadísticos en base a la experiencia pasada. La doctrina contable tradicional, al no reconocer esas pérdidas latentes, se comporta como si la cartera no tuviese riesgo hasta que surge un impago; como si el riesgo de crédito no fuese un elemento normal del negocio, sino un accidente del que no hay que preocuparse mientras no se produce. Si un banco hace provisiones de naturaleza estadística, como las que hacen por ejemplo los bancos de la órbita germánica, sobre riesgos no perjudicados, esa doctrina tiende a considerarlas una especie de reservas voluntarias de la entidad, generadas como aplicación del beneficio, más que unas verdaderas provisiones. Ese tratamiento puede haber tenido cierta justificación práctica en la dificultad de evaluar las pérdidas potenciales, pero tampoco es fácil evaluar la pérdida final de un crédito per-

judicado en el momento en que el cliente empieza a presentar impagos; a pesar de ello, las valoraciones de los activos perjudicados se aceptan por su evidente utilidad práctica. El argumento de la dificultad de cálculo, por tanto, no es válido. En mi opinión, la doctrina, al no reconocer las pérdidas latentes de la cartera crediticia, no solo no es rigurosa con el principio de prudencia valorativa, sino que tampoco lo es con el de imagen fiel.

Sin embargo, la doctrina tradicional admite, cuando menos, una gran excepción. En la contabilidad de las compañías de seguros, el otro gran sector financiero cuya materia prima es el riesgo, las pérdidas potenciales en las pólizas «no perjudicadas», esto es, pólizas vivas en las que no se ha producido siniestro, sí se reconocen en balance, sí se estiman por métodos estadísticos, no se generan con aplicaciones de beneficios, y los fondos que las cubren, aunque se llamen impropriadamente reservas (reservas matemáticas, reservas de riesgos en curso), no se integran entre los recursos propios, ni satisfacen el coeficiente de solvencia. Esta diferente solución contable viene apoyada por dos circunstancias favorables. La primera es que la cuantificación del riesgo en el mundo del seguro se encuentra en una fase más avanzada que en el mundo bancario (aunque ciertos ramos no-vida plantean problemas de cuantificación no menores que los que puede plantear el negocio crediticio de los bancos). La segunda es que en los contratos de seguros la empresa aseguradora cobra el valor del riesgo cubierto por adelantado, con lo que el registro contable del riesgo potencial se convierte formalmente en una mera cuestión de devengo de las primas; por el contrario, en la mayor parte de los contratos bancarios con riesgo de contraparte esos cobros (la porción de intereses que corresponde a prima de riesgo) se producen por vencido, y fraccionados. Pero esas circunstancias no quitan que el problema de fondo sea de naturaleza similar en ambos sectores, el asegurador y el bancario.

Problemas prácticos de la contabilización del riesgo de crédito

Si no se reconoce contablemente el riesgo potencial del crédito, un riesgo inherente al negocio bancario, y ciertamente bien real, las entidades tendrán que cubrirlo, sea con cargo a la cuenta de resultados, cuando los márgenes lo permiten, sea en último término con cargo a recursos propios. Pero ambas coberturas resultan inadecuadas, tanto por las razones conceptuales aludidas (el olvido contable de un factor económico importante) como por

la siguiente razón práctica. El riesgo de crédito presenta una característica sumamente incómoda o peligrosa para las cuentas de una entidad: los siniestros, esto es, los impagos, no se distribuyen regularmente a lo largo del tiempo, sino que tienden a acumularse en las fases de coyuntura económica baja. Este es un hecho reiteradamente probado en nuestro país y en otros muchos, ciclo económico tras ciclo económico. Por tanto, si solo se provisionan los riesgos perjudicados, en los años buenos la carga por insolvencias que pesa sobre la cuenta de resultados es mínima, los beneficios experimentan una bonanza que tiene algo de engañoso, y es posible que se distribuyan más dividendos (o se haga más obra benéfico-social) de lo que aconsejaría la prudencia con una visión a largo plazo. Por el contrario, en los años malos la carga se multiplicará, recortando o anulando el beneficio. Algún autor ha dicho que los bancos sufren miopía para los desastres: en los años buenos, sin morosidad, los bancos tienden a olvidar los problemas pasados, rebajando sus estándares crediticios a medida que se alejan los años de baja coyuntura; que han de ser revisados bruscamente cuando vuelven los años malos. La norma contable consagra ese posible vicio de comportamiento. El no reconocimiento de los riesgos latentes induce movimientos cíclicos en las cuentas de resultados, y, como derivado de ello, movimientos cíclicos en los tipos de interés, si las entidades de crédito trasladan a su política de precios el optimismo o el pesimismo de sus cuentas.

Todo ello no es positivo para la estabilidad de las entidades crediticias, y tampoco lo es, si se piensa un poco, para la estabilidad económica general, porque, en definitiva, acentúa por vía crediticia la amplitud de los ciclos económicos.

La alternativa a cubrir las desviaciones cíclicas de la insolvencia con resultados corrientes sería cubrirlas con recursos propios; alternativa relativa, porque la utilización de recursos propios no evita, o mejor, precisa el previo deterioro de las cuentas de resultados. La doctrina prudencial de Basilea parece sugerir esta alternativa, cuando permite computar entre los recursos propios unas provisiones para riesgos bancarios generales que se tasan en función de los activos con riesgo de crédito; o cuando se refiere a los niveles esperados de pérdida de los diferentes tipos de activos crediticios para discriminar entre las ponderaciones aplicables para el cálculo de los requerimientos de recursos propios. Pero la cobertura sistemática de un riesgo con recursos propios tampoco es una política sensata: el comportamiento cíclico de la cuenta de resultados

se trasladaría a las *ratios* de recursos propios, que tendrían que exceder ampliamente de los mínimos regulatorios al final de las fases buenas, para poder caer luego varios puntos (se supone que sin transgredir esos mínimos) durante las fases malas. Y tales movimientos serían, sin duda, peligrosos para unas entidades de crédito que dependen de la confianza de los mercados.

Un nuevo planteamiento contable del riesgo de crédito

Las ideas que van emergiendo en el análisis actual de la cuantificación de los riesgos apuntan a otro reparto de tareas más equilibrado: en ese reparto correspondería a las primas de riesgo de las operaciones corrientes, o más exactamente a las provisiones estadísticas que de alguna manera las deben aparcar, cubrir el valor esperado, promedio, del coste por insolvencias del conjunto de las carteras crediticias; y solo correspondería a los recursos propios cubrir las desviaciones o movimientos inesperados de ese coste. Los movimientos cíclicos del coste por insolvencias no se contarían, en principio, entre los movimientos inesperados.

Aunque este tratamiento estadístico o actuarial del riesgo de crédito todavía no tiene una aceptación generalizada en la doctrina contable, y menos aún en la fiscal, se va abriendo paso en los últimos años, a partir de aproximadamente 1995. Hace ahora tres años, *The Banker*, partiendo de ideas anteriores de Brian Quinn, antiguo director de supervisión del Banco de Inglaterra, propugnaba un tratamiento estadístico del riesgo latente del crédito, que bautizaba con el término de provisionamiento dinámico (2). En 1996, la Superintendencia de Entidades Financieras de Canadá aceptó el cálculo de unas provisiones generales sobre el riesgo de crédito basadas en modelos estadísticos, provisiones generales que se aplicarían en su momento a la cobertura de los riesgos perjudicados; esos modelos tendrían en cuenta los movimientos cíclicos del riesgo (3). De forma menos elaborada, el FASB norteamericano acepta desde 1993 el uso de estadísticas históricas para medir los ajustes de valoración a realizar sobre segmentos homogéneos de la

cartera crediticia (4). Algo similar existe en las normas contables alemanas. Varios bancos internacionales sofisticados han introducido en los últimos tres o cuatro años métodos de provisión de la cartera crediticia de naturaleza estadística o actuarial, aunque les han dado diversos nombres comerciales, que pueden confundir al lector. Hace un año, Edgar Meister, miembro del Bundesbank y presidente del Comité de Supervisión Bancaria del Banco Central Europeo, reflexionaba, en una jornada sobre modelización del riesgo de crédito, en torno a la conveniencia para los bancos de aprender de las empresas de seguros en materia de cuantificación de riesgos; afirmaba que la matemática financiera necesaria para cuantificar el riesgo crediticio está disponible, pero que el problema inmediato para su aplicación es un problema de información, de bases de datos insuficientes o no preparadas para conseguir estimaciones fiables del riesgo, lo que sugería posponer la utilización de modelos internos en el caso del coeficiente de solvencia (5). Pero en nuestro terreno, a mediados de 1999 el Banco de Francia anunciaba que estaba estudiando un mecanismo de provisiones *ex ante*, esto es, sobre el riesgo latente, con consecuencias anti-cíclicas.

La nueva regulación española

Cerremos aquí nuestra excursión por los terrenos doctrinales, por la práctica de la industria bancaria y por la regulación de otros países, y pasemos ahora a estudiar el contenido concreto de la propuesta del Banco de España.

La Circular de diciembre establece la obligación de dotar, con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias, una provisión cuyo destino es cubrir las insolvencias globales latentes de la cartera crediticia, o más exactamente, en las diferentes carteras de riesgos homogéneos.

Veamos primero cómo se estiman las insolvencias globales latentes, y a continuación por qué la nueva provisión actúa como un mecanismo estabilizador, algo que deriva del juego contable diseñado por la propia Circular para ir acumulando recursos en el fondo correspondiente, o para utilizarlos cuando corresponda. Nótese que la obligación que crea la Circular es la de realizar ciertas dotaciones, no la de presentar un fondo de determinado importe.

(2) M. Hogg, «Deal a debt dynamo», *The Banker*, febrero 1997. Véanse también E. Davis, *Bank Credit Risk*, Bank of England, Working Paper Series nº 8, 1993, y Bank of England, *The Cyclical nature of bank profitability and provisioning policy*, Banking Act Report, 1994-1995.

(3) Office of the Superintendent of Financial Institutions (Canadá), *Policy on general allowances for credit risk*, Statement 1993-1993.

(4) FASB, Statement of Financial Accounting Standards nº 114; OCC, FDIC & FRB, *Interagency Policy Statement on the Allowance for Loan and Lease Losses*, diciembre 1993.

(5) E. Meister, «La determinación adecuada, y el respaldo de capital, del riesgo de crédito, es el tema central de la inspección», *Kreditwessen*, 3-99.

La utilización de métodos internos de cálculo del riesgo latente

La Circular ofrece dos opciones para estimar las insolvencias latentes. La primera es que las propias entidades calculen esa carga a partir «de su propia experiencia de impagos, y de sus expectativas de pérdida por categorías homogéneas de riesgo crediticio, teniendo en cuenta la calidad de los diferentes tipos de contrapartes, las garantías constituidas y su valor recuperable, la vida de las operaciones cuando ello sea relevante, y la evolución futura del riesgo en función de los cambios previsibles de la coyuntura a medio y largo plazo. Los métodos de cálculo formarán aparte de un sistema adecuado de medición y gestión del riesgo de crédito, usarán una base histórica que abarque un ciclo completo, y deberán ser verificados de conformidad por los Servicios de Inspección del Banco de España» (6).

El regulador espera, y así lo afirma en el preámbulo de la Circular de diciembre, que las entidades desarrollen y apliquen esta técnica de estimación interna del riesgo de crédito cuanto antes. Al definirla como sistema ideal la está proponiendo como un objetivo para todas las entidades. Sin embargo, el Banco de España impone varias condiciones a la utilización de métodos internos, para asegurarse de la robustez de las estimaciones internas de las entidades. No hacerlo sería ingenuo, pues la experiencia enseña que las urgencias del día a día siempre acaban tentando a no pocas entidades a seguir los caminos más cómodos.

La condición previa para poder aplicar métodos internos es, obviamente, disponer de la información necesaria sobre el coste real de las insolvencias. Una información que debe reunir dos características: tener un fondo histórico suficientemente largo, y estar estratificada por categorías de riesgos homogéneas.

Respecto de la primera característica, la propia Circular indica que se debe tener información de un ciclo económico completo. El coste por insolvencias de una operación perjudicada solo puede establecerse con certeza cuando se termina el proceso de liquidación de la operación (o cuando el cliente logra normalizar su situación financiera), lo que normalmente lleva años. También es obvio que la experiencia de los últimos dos o tres ejercicios, de buena coyuntura económica general y de excelente comportamiento de las contrapartes crediticias, es atípica y con toda seguridad no representativa del coste a largo plazo de las carte-

ras, a tenor de la pasada experiencia española, o a tenor de la experiencia comparativa de otros países. Todo eso pide una base histórica de cierta longitud. Al concretar la Circular esa longitud en un ciclo completo, muestra su intención de que la carga por provisiones se aproxime a su valor promedio a largo plazo. Por otro lado, la proyección de ese valor hacia el futuro parte implícitamente de la hipótesis de que la clientela y las técnicas de gestión de una entidad son bastante estables a lo largo del tiempo, porque la historia solo puede ser maestra del futuro si se mantienen las condiciones que rodearon la experiencia pasada. Y en la vida real esa estabilidad solo es relativa. Lo que implica que la extrapolación de la experiencia pasada no precisa ser absolutamente mecánica. Como veremos, la extrapolación de datos agregados que subyace en el modelo estándar alternativo ofrecido por la Circular tampoco ha sido mecánica. Pero las desviaciones de la experiencia (o, al menos, las desviaciones a la baja) deberán estar suficientemente razonadas y justificadas para resultar aceptables.

La Circular indica que los métodos internos han de basarse en la propia experiencia. Esta restricción tiene en cuenta la especificidad de los métodos de selección, gestión y recuperación de cada entidad, y las diferencias de calidad de sus respectivas clientelas, incluso dentro de una misma categoría de clientes y garantías. ¿Podría una entidad usar la experiencia de otras entidades, o la experiencia combinada de muchas entidades, como se hace en el mundo del seguro? Esa es una posibilidad que no debería excluirse totalmente en el futuro, si la comparación de experiencias individuales, cuando vaya siendo posible, muestra convergencias o rasgos comunes entre entidades, quizás más esperables en unos segmentos del mercado crediticio que en otros. Si fuese así, cabría utilizar experiencias ajenas en los métodos internos de cálculo, lo que facilitaría su difusión; o, alternativamente, cabría incorporar las conclusiones de esas experiencias al modelo estándar. Pero, de momento, se mantiene la hipótesis de trabajo de que la especificidad individual de los riesgos es importante, y estos desarrollos en base a datos ajenos o colectivos quedan para el futuro.

Al modelizar la propia experiencia, la cartera de riesgos ha de segmentarse en categorías homogéneas. La Circular no define lo que son categorías homogéneas, pero da una indicación de lo que pueden ser, indirectamente, al establecer las categorías del modelo estándar. No quiere ello decir que los métodos internos deban respetar automáticamente esas categorías. La experiencia puede sugerir otras a las entidades. Puede tener sentido, por ejemplo,

(6) Circular 4/1991, norma undécima, apartado 8.

introducir diferenciaciones geográficas, o por dimensión de los clientes, si esos subgrupos producen estimaciones fiables.

Podría suceder, por otra parte, que una entidad sea capaz de modelizar determinadas categorías de clientes u operaciones, y no otras. La Circular admite esa posibilidad, y propone la aplicación del método estándar, por defecto, a las categorías para las que no se posean estimaciones fiables del riesgo. No necesito añadir que la autoridad supervisora, al verificar los métodos propuestos por las entidades, vigilará que la modelización parcial no esconda intentos de lo que los anglosajones llamarían *cherry picking*: en este caso, *cherry picking* sería retener aquellas partes del método interno que den resultados más cómodos que el modelo estándar, y silenciar aquellas en que la experiencia propia sea peor.

La última nota que quiero señalar de los métodos internos de cálculo es que deben formar parte de un sistema adecuado de medición y gestión del riesgo de crédito. Es decir, no se trata de hacer unos pocos números más o menos fundados para escapar del método estándar, sino de establecer un sistema integrado de gestión del riesgo crediticio, que debe alcanzar idealmente a todas las fases del proceso, desde la selección y la fijación de precios, hasta el seguimiento posterior de los resultados obtenidos (y, en particular, de los resultados adversos), sin olvidar la comprobación y actualización de los propios métodos, así como su utilización paralela en la estimación, en su día, de los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito, cuando también se acepten los modelos en este campo de la regulación.

Todo este conjunto de condiciones puede parecer muy exigente. Algunos pensarán que va a posponer *sine die* la aplicación práctica de lo que el propio Banco de España considera la opción ideal. No comparto ese pesimismo. El estudio emprendido de los métodos de calificación interna de créditos indica que varias entidades españolas están vivamente interesadas en las técnicas avanzadas de cuantificación del riesgo, están desarrollando sistemas integrados de gestión del riesgo y están compilando las bases de datos necesarias. Por tanto, en un plazo de tiempo tal vez no muy largo, deberían estar en posición de presentar al Banco de España sus métodos de cálculo internos.

Y si eso no llegase a suceder, daría pie a la sospecha de que los parámetros del método estándar se han colocado a niveles demasiado bajos, que los cálculos internos de las entidades de crédito tienden a producir niveles de riesgo, y de provisión, más elevados. En tal

caso, el método estándar debería ser ajustado para hacerlo realista.

El método estándar

Pasemos, pues, al método estándar, esto es, al método por defecto que propone la Circular para quienes no puedan presentar (o todavía no puedan presentar) su propio método interno de cálculo.

El método estándar divide la cartera crediticia, o más exactamente, la cartera crediticia que debe ser objeto de provisiones genéricas, en seis categorías, en orden creciente de riesgo. ¿Por qué seis categorías? Las matizaciones del riesgo son infinitas; sería muy fácil multiplicar o subdividir esas categorías. En la discusión de la Circular con los sectores interesados no faltaron sugerencias de creación de categorías intermedias para acomodar determinados riesgos que, digamos, podían ser un poco mejores que los restantes de la categoría en que los incluía el texto en discusión. Sin embargo, en el estado actual de conocimientos, y partiendo de una información muy agregada que no da pie a cuantificaciones sofisticadas, realmente no había base para una mayor diferenciación. Seis categorías parecen suficientes para recoger las diferencias verdaderamente significativas en la carteras de las entidades. En la actual revisión del coeficiente de solvencia también hubo propuestas de multiplicación de las «cestas» de ponderación, pero todo parece indicar que esta es una idea en retroceso (salvo por la creación de una categoría más cara que las actualmente existentes).

La cartera objeto de provisión comprende los créditos, los valores de renta fija fuera de la cartera de negociación, y los riesgos de firma de los sectores económicos distintos en las Administraciones Públicas y las entidades de crédito. El reparto de esa cartera entre las seis categorías tiene en cuenta, básicamente, las características de los distintos tipos de clientes y la eficacia de las garantías aportadas. En la categoría de riesgo nulo (simplificando un poco la enumeración) figuran los riesgos avalados por el sector público, o por entidades de crédito, los que están respaldados por depósitos dinerarios y los que tengan garantía pignorativa de fondos públicos, FIAM o valores de entidades de crédito: riesgos en los que apenas es imaginable que se produzcan pérdidas. En la categoría de riesgo bajo figuran aquellos activos que valen como garantía para el Sistema Europeo de Bancos Centrales, en atención a los estrictos criterios de selección de este último, las empresas que tengan una calificación A o superior de las empresas de *rating*, los préstamos

hipotecarios para la adquisición de vivienda y sus bonos de titulización. Riesgo medio bajo son los arrendamientos financieros en general (aunque los de inmuebles asimilables a viviendas caen en la categoría anterior) y las demás garantías reales. La siguiente categoría, riesgo medio, se define por defecto: acoge todo lo que no entra en otras categorías. Riesgo medio alto es el crédito al consumo y el riesgo con residente en países con riesgo país que no precisan cobertura específica por riesgo país: los «riesgos país» provisionados, y sus provisiones, no juegan en el esquema de provisiones estadísticas. Y, por último, riesgo alto son los saldos en tarjetas de crédito, los descubiertos y excedidos, y los activos perjudicados que no tengan cobertura específica obligatoria.

El método no diferencia —y se le ha reprochado— entre entidades en función de la calidad crediticia revelada de sus carteras. Se ha dicho que de este modo el modelo penaliza a las entidades buenas, que tendrán que hacer provisiones estadísticas porque no tienen que hacer específicas, respecto de las malas, que al hacer muchas específicas no tendrán que hacer provisiones estadísticas. Eso es verdad, aunque resulta extraño llamar penalización a un mecanismo que refuerza la sanidad y solvencia de la entidad «penalizada». Pero la solución de ese defecto precisaría unas correcciones complejas, que deberían establecerse en función de las diferencias de cargas por insolvencias no globales, sino al nivel de las distintas categorías de activos de unas u otras entidades, correcciones que no se pueden diseñar con la información existente. Quizás en el futuro pueda abordarse el problema.

Tenemos, pues, ordenados los activos en orden creciente de riesgo. ¿Cómo pasar de esa clasificación ordinal a una cardinal, que produzca una cuantificación concreta de las provisiones a realizar? Los criterios a barajar son dos. Primero, los coeficientes a aplicar a cada categoría deberían reflejar *grosso modo* las primas de riesgo de la correspondiente categoría, teniendo en cuenta que los coeficientes anuales son acumulativos hasta un máximo de tres años, y que la provisión genérica (los 0,5 % o 1 % de la vieja regulación de las provisiones) puede entenderse que cumple en parte una función similar a la provisión estadística. Segundo, y este es el criterio por el momento más relevante y el que trabaja con datos estadísticos ciertos, el vector de coeficientes aplicado a las seis categorías debe producir una provisión similar a la carga por insolvencias promedia que se registra a lo largo del ciclo. Y, junto a esos criterios, hay una restricción: el nuevo esquema no debería producir una perturbación excesiva, una ruptura, en las cuentas de resultados.

Veamos cómo se concretan esos criterios. La carga neta por insolvencia se compone de cuatro elementos: las dotaciones netas a provisiones específicas, las amortizaciones directas de activos crediticios no dotados previamente, las recuperaciones de activos dados por perdidos (los activos en suspenso) y el valor de liquidación de los activos adjudicados en pago de deudas, los dos últimos elementos restando de los dos primeros. Los resultados de la liquidación de activos adjudicados no están identificados en la información contable, ni son fáciles de identificar (y menos ahora, con la costumbre de ceder esos activos a una instrumental); y aunque lo estuviesen, plantearían problemas de atribución a las operaciones crediticias de las que traen origen, porque mezclan variaciones posteriores de precios que no tienen mucho que ver con aquellas. Prescindamos, pues, de ese elemento, sabiendo que eso implica alguna sobreestimación del coste de insolvencias. Para los otros elementos tenemos información sistemática de los años ochenta y noventa en el caso de los grupos de entidades de crédito más importantes. Pero la información de buena parte de la década de los ochenta viene afectada por una serie de ajustes al alza en la normativa contable sobre provisiones específicas y genéricas, así como por las secuelas de una crisis bancaria que debe considerarse excepcional e irrepetible, por lo que no resulta relevante en una proyección a futuro.

Entre 1986 y 1998, la carga media por insolvencias, tal como la acabo de definir, se ha situado en el 0,88 % de los riesgos potencialmente sujetos a provisiones en el caso de los bancos, 0,79 % en las cajas de ahorros y 0,83 % en las cooperativas; la incorporación de los datos de 1999, cuando se tengan los definitivos, bajará esas *ratios* tres o cuatro céntimos. ¿Había, pues, que diseñar un vector de coeficientes capaz de producir una carga media en torno al 0,8 %? Hay varias razones para bajar el punto de mira. Primero, está la ya apuntada sobre las circunstancias excepcionales de los años ochenta. En segundo lugar, hay que mencionar las mejoras indudables que se han producido en los últimos años (a raíz de los problemas de 1993 y 1994) en los procedimientos de gestión y recuperación de créditos; también las ha habido en los procesos de selección, pero uno se siente tentado a tener dudas sobre su eficacia, a la vista de las fortísimas tasas de crecimiento del crédito en los dos o tres últimos años. Finalmente, hay que tener en cuenta que lo que importa realmente no es el coste del ciclo pasado, sino el coste del ciclo por venir, y aunque este, obviamente, no es conocido, no sería demasiado optimista pensar que ha habido una mejora en la gestión macroeconómica, y que el siguiente cambio cíclico, cuando llegue, será

más suave de lo que ha sido común en el pasado (y su inicio podrá demorarse más).

En base a esos argumentos, se ha optado por diseñar un vector de coeficientes que produzca una carga de, aproximadamente, la mitad que la carga promedia histórica, esto es, algo que se sitúe en el rango 0,4 %/0,5 %.

El vector elegido se compone de un coeficiente cero para los activos sin riesgo, del 0,1 % para los de riesgo bajo (hipotecarios vivienda y empresas A o más), del 0,4 % para los de riesgo medio-bajo (las demás garantías reales), del 0,6 % para los activos de riesgo medio, del 1 % para los de riesgo medio-alto (consumo y riesgo no provisionado en países con riesgo país) y del 1,5 % para los de riesgo alto (descubiertos, y créditos perjudicados aún no provisionados).

Ese vector satisface los dos criterios propuestos. Por un lado, parece una aproximación razonable a las primas de riesgo que marca el mercado, en la medida en que estas pueden conocerse, lo que no es fácil, dada la heterogeneidad de las políticas de crédito y de los productos comerciales de las entidades; en algunos casos, quizás se quede corto. Si es así, la nueva provisión, contra lo que algunos han dicho, no debe producir ningún efecto significativo de traslación a los tipos de interés. Por otro lado, el vector produce para el conjunto de las entidades unas cargas regulatorias que se sitúan dentro del rango al que se apuntaba. En efecto, sobre la estructura de las carteras en 1999, da una carga media del 0,43 % para los bancos, 0,40 % para las cajas de ahorros, 0,41 % para las cooperativas de crédito y 0,53 % para los establecimientos financieros de crédito. En la aplicación a entidades individuales se da, como es natural, una mayor dispersión, que responde al mayor o menor peso de las operaciones con menores o mayores coeficientes, esto es, a diferencias en sus perfiles objetivos de riesgo. Esa dispersión de situaciones individuales es notablemente mayor entre los bancos y los establecimientos de crédito, según sus especializaciones vocacionales. En cambio, todas las cajas de ahorros y cooperativas de crédito están próximas a las cifras indicadas, por la gran homogeneidad de su estructura de activos. Pero esa disposición no debe constituir ninguna sorpresa, y se corresponde de forma general con diferencias bien documentadas en los respectivos registros de morosidad y en las correspondientes cargas por insolvencia.

La restricción impuesta, finalmente, también se satisface. La nueva provisión supone una carga perfectamente asumible por las cuentas de resultados, según las estimaciones realizadas en base a los datos de 1998 y 1999. Hay

que aclarar que esas estimaciones son menos fiables que las precedentes, porque algunos de los elementos relevantes para calcular la dotación neta según el juego contable que luego estudiaremos (las provisiones estadísticas, las recuperaciones de activos) son bastante volátiles. El rango de esas estimaciones, por lo que valga, se sitúa en un 10 %/12 % de los beneficios después de impuestos para los diferentes tipos de entidades; y eso sería un techo, a nivel agregado, pues no hay razones para pensar que el comportamiento de esos factores volátiles vaya a ser en el futuro próximo aún mejor del que ha sido en los años de referencia (una mejora que elevaría el importe de la provisión estadística neta).

El vector de coeficientes de la Circular de diciembre no tiene nada de sagrado. No oculto que fue el resultado de una serie de tanteos y aproximaciones sucesivas, y que se escogió por considerar que responde razonablemente a las condiciones que nos habíamos impuesto, con la información existente en la actualidad. Nada tendría de raro que sufra ajustes y correcciones en los próximos años, cuando vaya mejorando la información sobre los riesgos, quizás por los progresos en los métodos internos de las propias entidades, y cuando se vaya contrastando la carga regulatoria que deriva de la provisión estadística con la evolución de la carga real por insolvencias. Si se producen tales ajustes, se estaría repitiendo la secuencia por la que pasó en los años ochenta la regulación contable de las provisiones clásicas, tanto de insolvencia como de riesgo país: los esquemas normativos originales sufrieron retoques de importancia en los años inmediatamente posteriores, para entrar luego en una fase de mayor estabilidad; de estabilidad siempre relativa, porque el continuo cambio de circunstancias, y la acumulación de experiencia, nunca deja de sugerir ajustes de las normas.

El mecanismo estabilizador

Tenemos ya fijada una pieza clave del sistema, el vector que define la carga anual por insolvencia de la cartera con riesgo crediticio. Veamos ahora el juego contable que diseña la Circular, del cual depende, en definitiva, que la provisión estadística actúe como estabilizador cíclico. Voy a explicar ese juego contable como si se tratase de unos apuntes anuales, aunque en realidad la contabilización de la provisión estadística es trimestral, para que las cuentas de resultados intraanuales vayan reflejando a lo largo del tiempo las provisiones necesarias, y estas no se acumulen por sorpresa en un solo ajuste de cierre de ejercicio. Aclaremos que este mecanismo es común para todas

las entidades, tanto si aplican el modelo estándar como si prefieren los métodos internos.

Cada entidad de crédito individual calcula la carga por insolvencias que resulta de aplicar el vector del método estándar, o su propio método interno. Llamaremos a esa cifra la provisión estadística anual bruta, provisión bruta para abreviar. Lo que tiene que dotar con cargo a resultados no es ese importe, sino la diferencia entre la provisión bruta y la carga neta por insolvencias que resulta de las provisiones específicas y genéricas (dotaciones netas, más las amortizaciones directas de activos crediticios sin provisión previa, menos recuperación de activos en suspenso). Nótese que, en condiciones normales, eso tiene el mismo efecto que llevar a resultados en su totalidad la provisión estadística anual bruta, y cargar las provisiones específicas y genéricas directamente al fondo de provisiones estadísticas, sin pasar por resultados, o abonar las recuperaciones a ese fondo, también sin pasar por resultados. No se ha utilizado esta técnica alternativa, que existe en la doctrina comparada, para no modificar en nada el *status* de las provisiones que ya existían, incluyendo su *status* fiscal. Pero la idea ayuda a comprender que el juego contable diseñado estabiliza la carga total por provisiones de todo tipo en el nivel definido por la provisión estadística anual bruta. Si no hay que hacer provisiones específicas, y se obtienen recuperaciones importantes, estas alimentan el fondo de provisión estadística, no la cuenta de resultados. Por el contrario, si las provisiones específicas superan a las estadísticas y no hay recuperaciones, como sucede en la fase de baja coyuntura económica, ese exceso de provisiones específicas permite recuperar un importe equivalente del fondo de provisiones estadísticas acumulado, y la cuenta de resultados no sufre.

El mecanismo estabilizador, sin embargo, no funciona de manera indefinida. Si las provisiones específicas creciesen mucho, o su desviación al alza en una fase de coyuntura negativa se prolongase mucho tiempo, el fondo estadístico se agotaría, y el exceso de provisiones específicas terminaría pesando directamente sobre la cuenta de resultados. En el extremo opuesto, si las provisiones específicas necesarias son escasas, o hay fuertes recuperaciones, y se está acumulando, por tanto, fondo de provisiones estadísticas, la Circular prevé que esa acumulación cese cuando el fondo alcance un importe de tres veces la provisión bruta. A partir de ese momento, la cuenta de resultados se beneficiaría de la bonanza en materia de insolvencias. Por tanto, la provisión estadística es un mecanismo estabilizador dentro de ciertas cotas.

¿Por qué el límite de las tres veces? Una razón formal para limitar las provisiones estadísticas es que la Directiva comunitaria sobre cuentas anuales de las entidades de crédito establece que el importe de los activos financieros solo se puede minorar por encima de las necesidades de cobertura identificadas (esto es, por encima de las provisiones específicas), hasta un máximo de un 4 % de su valor contable (7). El límite de las tres veces asegura que las provisiones estadísticas más la genérica (que tampoco responde a necesidades de cobertura identificadas) no excederá de ese 4 % ni en el caso más costoso, como sería el de una entidad totalmente especializada en crédito al consumo; en la mayoría de las entidades existentes, las provisiones acumuladas no específicas quedarán bastante lejos de ese porcentaje.

Pero, al margen de esa razón formal, la Circular pretende evitar una acumulación indefinida de provisiones. Idealmente, el fondo debería alcanzar la dimensión necesaria para atender las desviaciones negativas que se produzcan durante la siguiente fase mala del ciclo, pero no más que eso: estas son todas las pérdidas latentes, identificables estadísticamente, que esconde la cartera de la entidad. Y, en la práctica, el límite de las tres veces permite generar un fondo que parece suficiente, junto con la provisión genérica, para atender una recesión no demasiado pronunciada durante los tres o cuatro años que puede durar la fase en la que el coste de las insolvencias se sitúa por encima de la media. Que en los próximos años se llegue a acumular o no ese fondo necesario de cara al siguiente ciclo es, evidentemente, una incógnita que nadie puede despejar ahora. Dependerá del tiempo que se prolongue la presente coyuntura económica favorable. Las perspectivas inmediatas son buenas en España y en Europa. Por ello cabe confiar en que el nuevo esquema tendrá tiempo para crecer, para alcanzar una dimensión que lo haga verdaderamente eficaz.

Otros aspectos de la provisión estadística

Voy a terminar esta parte de la exposición discutiendo dos o tres aspectos adicionales de la provisión estadística que tienen interés práctico para las entidades.

En primer lugar, la provisión estadística se propone para todas y cada una de las entidades integradas en los grupos bancarios consolidables. Si la idea es conceptualmente válida para las entidades de crédito españolas, debe

(7) Directiva 86/635/CEE, art. 37.

serlo también para las demás entidades del grupo que presenten riesgo de crédito. Sin embargo, no se propone para los grupos consolidables en sí. Por consiguiente, las dotaciones se calculan a nivel individual, y se integran en las cuentas consolidadas directamente, sin compensaciones. Se ha hecho así porque los parámetros del modelo estándar derivan de la experiencia estadística de las entidades de crédito españolas, y de las expectativas para esas entidades según las previsiones de la economía española. Ese modelo no está pensado para otras entidades, y sobre todo no está pensado para entidades de crédito radicadas en otros países, donde el vector de coeficientes del método estándar probablemente resultará insuficiente; para esas filiales el modelo será simplemente inocuo: no llegarán a acumular provisiones estadísticas (salvo que se apliquen métodos internos ajustados a sus propias condiciones de riesgo), pero sus excesos de provisiones específicas no restarán de las provisiones estadísticas que deba constituir la matriz.

En segundo lugar, la provisión estadística se considera, como las demás provisiones, un ajuste de valoración tanto a los efectos de la construcción de las cuentas públicas como en el cálculo de los recursos propios. En esos estados se deducirá por tanto de los activos que la generan, de forma proporcional a sus respectivos coeficientes, y no se integrará entre los recursos propios, por las razones que ya di en la primera parte de esta conferencia.

En las cuentas anuales, sin embargo, debe darse información sobre los activos dudosos y sobre las tres clases de provisiones de insolvencia (específicas, genéricas y estadística). Es importante que las entidades, y especialmente las que tienen proyección internacional o actúan en los mercados internacionales de capital, subrayen en sus memorias la incidencia de la provisión estadística, que puede ser novedosa en la escena internacional, para aclarar a los analistas el alcance tanto de las cargas realizadas por ese concepto como de los fondos acumulados. El refuerzo de las provisiones vendrá a mejorar en definitiva la sanidad a medio y largo plazo de las entidades españolas, y este es un hecho que debe destacarse, para que un lector poco avisado no piense por error todo lo contrario.

En tercer lugar está el tema fiscal. En mi opinión, como vengo defendiendo a lo largo de esta exposición, la nueva provisión viene a reconocer la incidencia del riesgo latente, y es por tanto un cargo no menos necesario que las provisiones específicas. Por consiguiente sería razonable que tuviesen reconocimiento fiscal

como gasto deducible. Pero reconozco que se trata de una idea novedosa, y que seguramente tardará en ser aceptada a todos los efectos. Así las cosas, parece lógico admitir al menos la activación fiscal de las provisiones estadísticas, porque éstas suponen una anticipación de las provisiones específicas que deberán hacerse en algún momento futuro, las cuales sí tienen reconocimiento fiscal.

Modificaciones en las provisiones específicas

Pasemos ahora a las modificaciones introducidas en diciembre en las provisiones por insolvencia clásicas. Aquí los cambios son más bien de detalle. Su esquema contable y analítico permanece inalterado en sus elementos básicos. No han faltado voces sugiriendo que la provisión genérica podría muy bien integrarse en la estadística. De momento no ha parecido oportuno dar ese paso, que no cabría excluir para el futuro, cuando el nuevo mecanismo esté rodado, y se dé una solución adecuada a los problemas que acabo de mencionar.

Algunas modificaciones vienen a endurecer el cuadro de provisiones existente, para mantenerlo siempre a nivel de los mejores patrones internacionales en la materia. Se trata de presentar una regulación en la que destaque el criterio de prudencia valorativa, de cuya consideración, sin duda, se beneficiarán las entidades españolas en su proyección tanto nacional como internacional.

En este sentido, el provisionamiento obligatorio de los morosos, que hasta ahora se iniciaba a los seis meses del impago, se adelanta tres meses, porque ciertamente medio año de impago sin iniciar algún ajuste de valoración parece demasiado; como es lógico, el porcentaje inicial de provisión se fija a un nivel moderado (10 %), pero suficiente para estimular a las entidades a que mejoren el seguimiento de sus morosos y aceleren las gestiones para regularizar situaciones.

En segundo lugar, como es sabido, el llamado calendario largo permitía demorar largamente (hasta tres años) el inicio de las provisiones por morosidad en las operaciones con determinadas garantías hipotecarias. Ahora se restringe la aplicación del calendario largo a los préstamos de adquisición de viviendas en los que el importe vivo no supere el 80 % del valor de tasación. Esta modificación pretende limitar ese trato privilegiado a las operaciones más seguras, que presentan un margen adecuado respecto del valor de la vivienda adquirida, un margen que asegure el interés del prestatario por salvar la garantía, y que ya existía en la re-

gulación del mercado hipotecario y en la mejor práctica bancaria. Y excluye, por otra parte, de ese trato a las hipotecas sobre oficinas y locales comerciales, no porque haya dudas sobre el valor formal de la garantía, sino por la mayor volatilidad de los precios de ese tipo de inmuebles, que pueden variar de modo sustancial en un período de tiempo tan dilatado. La doctrina supervisora internacional rechaza conceder un trato especial a estas garantías, que han producido problemas muy serios a los sistemas bancarios de muchos países.

En tercer lugar, las normas existentes obligan a clasificar como dudosos los activos no vencidos de un préstamo cuando existen impagos de un año de antigüedad. Pues bien, en los préstamos a personas físicas con cuotas mensuales se reduce ese plazo a seis meses, porque normalmente las familias ajustan el pago de las cuotas de sus préstamos a las nóminas, y una acumulación de varios meses les plantea un problema de difícil solución.

Y, por último, y de nuevo siguiendo la doctrina comparada, se amplía el cuadro de circunstancias que definen una situación de dudosidad (aparte de la morosidad). Se ha criticado que ese cuadro de circunstancias incluye algunas de carácter demasiado abierto, que un jurista podría calificar de conceptos jurídicos indeterminados, porque apelan en último término a la valoración subjetiva que haga la entidad (o el auditor, o la inspección) sobre la existencia de un problema en ciernes, y sobre las posibilidades de cobro del activo. Esa crítica, sin embargo, debe rechazarse, porque, como bien sabe cualquier banquero, no hay un modo objetivo, una técnica rigurosa y cierta, para valorar a un cliente o para adivinar la aparición de un problema crediticio concreto: se necesita un ejercicio de discreción del banquero o del auditor, basado en su experiencia general de negocio. Lo que ahora hace la Circular es extender un poco el cuadro de circunstancias preocupantes que unos y otros deben tener en cuenta al hacer ese juicio, incorporando a él la presencia de flujos de caja insuficientes para atender sus deudas, y la imposibilidad de obtener financiación adicionales.

No todas las revisiones de la normativa de provisiones se proponen endurecer las reglas existentes. La Circular flexibiliza las causas de rehabilitación de operaciones sobre las que ha recaído convenio de acreedores, asimila el tratamiento de los arrendamientos financieros sobre locales susceptibles de ser usados como vivienda al de los préstamos hipotecarios de adquisición de vivienda, y amplía el cuadro de garantías reales que exigen de la necesidad de provisionar un activo crediticio con la

pignoración de títulos de renta fija bancarios y las participaciones en FIAMM, siempre que —y esta es una razonable condición que no existía antes— el riesgo vivo sea igual o inferior al 90 % del valor de mercado de los títulos, o del valor de rescate de los FIAMM.

Requisitos de información y entrada en vigor

Pasemos ahora muy brevemente a cuestiones de intendencia. Inevitablemente, la nueva provisión estadística, algunos de los cambios introducidos en las provisiones clásicas y alguna carencia reconocida en la información existente han obligado a revisar y ampliar la información periódica que deben rendir las entidades al Banco de España, aunque el Banco es muy consciente del coste de sus peticiones, tanto para las entidades informantes como para él mismo, y por tanto trata de limitarlas a lo estrictamente necesario.

La entrada en vigor de la nueva provisión estadística, y de las restantes modificaciones introducidas en las provisiones clásicas, se produce en julio del presente año. Si se repasan los calendarios de entrada en vigor de las normas contables importantes, se verá que un plazo de medio año es una *vacatio legis* muy habitual, que viene casi impuesta por la necesidad de incorporar las modificaciones a los procedimientos internos contables, administrativos e informáticos de cuatro centenares de entidades, cuya adaptación es laboriosa. No niego que hace unos meses a los reguladores nos hubiese gustado empezar cuanto antes, pero la solución adoptada es razonable y elimina definitivamente cualquier peligro de ruptura en los resultados que publiquen las entidades, pues equivale a que en el ejercicio en curso se realicen la mitad de las provisiones estadísticas correspondientes a un año completo. En todo caso, la Circular prevé la posibilidad de que alguna entidad desee anticipar libremente el inicio de las dotaciones (incluso en las cuentas de 1999), lo que no es improbable, pues bastantes de ellas han venido dotando fondos por encima de los requerimientos normativos en los últimos ejercicios. Esas dotaciones se integrarán en el fondo de provisión estadística, aunque en principio no eximirán a las entidades de hacer, a partir del tercer trimestre del año, lo que la Circular les indica que deben hacer cada trimestre.

El riesgo de crédito ha sido, y sigue siendo, el principal factor de riesgo al que están sometidas las entidades de crédito. Es, al mismo tiempo, la primera materia de su negocio, un elemento que no pueden desterrar de su vida sin dejar de ser bancos, y la causa de la mayoría

de los problemas bancarios cuando se gestiona mal. Las técnicas contables al uso muestran otra miopía hacia ese riesgo: solo lo reconocen cuando ya está muy cerca, pero se niegan a verlo cuando aún está lejos. Ese planteamiento es esencialmente incorrecto, y está cambiando. La preocupación que muestran las entidades por desarrollar técnicas integradas de gestión del riesgo, por mejorar sus sistemas de selección,

seguimiento y recobro, y su interés por los métodos modernos de cuantificación del riesgo responden a ese cambio de planteamiento. La introducción de la provisión estadística es un paso más en esa dirección y, naturalmente, un factor de refuerzo de la sanidad de las entidades de crédito españolas.

Muchas gracias por su atención.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

TIPOS DE INTERÉS ACTIVOS LIBRES DECLARADOS POR BANCOS Y CAJAS DE AHORROS

Situación al día 31 de Diciembre de 1999

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
GRANDES BANCOS					
ARGENTARIA	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
BILBAO VIZCAYA	5,75	33,18	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CRÉDITO	5,25	33,18	29,00	33,18	29,00
POPULAR ESPAÑOL	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
SANTANDER CENTRAL HISPANO	5,00	33,18	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	5,20	33,18	29,00	32,48	29,00
RESTO BANCA NACIONAL					
ALBACETE	—	—	—	—	—
ALCALÁ	7,71	33,18	—	33,18	—
ALICANTE	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
ALICANTINO DE COMERCIO	—	—	—	—	—
ALTAE BANCO	5,00	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
ANDALUCÍA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
ASTURIAS	5,50	30,32	27,00	30,32	27,00
BANCOFAR	4,00	10,62	—	18,10	—
BANCOVAL	7,00	8,00	—	—	(5,00)
BANESTO BANCO DE EMISIONES	10,00	32,31	29,00	32,31	29,00
BANIF, BANQUEROS PERSONALES	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
BANKINTER	3,00	23,88	22,00	23,88	22,00
BARCELONA	—	—	—	—	—
BBV BANCO DE FINANCIACIÓN	—	—	—	—	—
BBV PRIVANZA BANCO	5,75	18,12	17,00	18,12	17,00
CASTILLA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
CATALANA	5,75	33,18	29,00	32,31	29,00
COMERCIO	5,75	33,18	29,00	32,31	29,00
CONDAL	4,50	10,47	10,00	10,47	10,00
COOPERATIVO ESPAÑOL	5,50	10,62	10,23	19,25	18,00
CREDIT LYONNAIS ESPAÑA	3,00	13,75	13,09	13,75	13,09
CRÉDITO BALEAR	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
CRÉDITO LOCAL DE ESPAÑA	—	18,00	18,00	19,56	18,00
DEPOSITARIO BBV	7,75	33,18	29,00	—	—
DEPÓSITOS	4,75	12,68	12,00	12,68	12,00
DESARROLLO ECONÓMICO ESPAÑOL	5,00	28,97	26,00	28,97	26,00
ESFINGE	6,25	15,63	—	22,50	—
ETCHEVERRÍA	4,83	20,44	—	20,11	—
EUROBANK DEL MEDITERRÁNEO	5,00	10,62	—	19,00	—
EUROPA	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
EUROPEO DE FINANZAS	5,50	23,88	22,00	23,88	22,00
FINANZAS E INVERSIONES	6,00	19,25	18,00	19,25	18,00
FINANZIA, BANCO DE CRÉDITO	6,50	32,31	29,00	32,31	29,00
GALICIA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
GALLEGO	4,00	33,18	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
HERRERO	5,50	33,18	29,00	33,18	29,00
HBF BANCO FINANCIERO, S.A.	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
HUELVA, EN LIQUIDACIÓN	—	—	—	—	—
INDUSTRIAL DE BILBAO	—	—	—	—	—
INVERSIÓN	4,69	28,07	25,00	27,44	25,00
JOVER	4,50	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)

(Continuación) 2
Situación al día 31 de diciembre de 1999

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
MAPFRE	4,50	10,62	—	10,62	—
MARCH	6,00	30,60	—	29,86	—
MURCIA	5,25	32,31	29,00	32,31	29,00
NEGOCIOS ARGENTARIA	9,75	33,18	—	32,31	—
NOROESTE, EN LIQUIDACIÓN	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL	—	—	—	—	—
OPEN BANK, S.A.	—	6,85	6,64	6,85	6,64
PASTOR	4,25	21,34	19,50	31,08	28,00
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	4,75	28,82	27,00	29,86	27,00
POPULAR HIPOTECARIO	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
PRIVAT BANK	3,50	9,38	9,00	9,38	9,00
PROBANCA, SERVICIOS FINANCIEROS	4,90	20,39	—	—	(5,00)
PROMOCIÓN DE NEGOCIOS	—	—	—	—	—
PUEYO	8,42	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL	5,50	30,32	27,00	30,32	27,00
SABADELL MULTIBANCA	5,50	30,32	27,00	30,32	27,00
SANTANDER DE NEGOCIOS	5,00	10,62	10,14	10,62	10,14
SEVILLA, EN LIQUIDACIÓN	—	—	—	—	—
SOC. ESPAÑOLA BANCA NEGOCIOS	6,50	19,82	18,50	19,82	18,50
SOLBANK, SBD	5,50	30,32	27,00	30,32	27,00
UBS ESPAÑA	4,50	10,63	10,14	10,63	10,14
VALENCIA	5,00	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
VITORIA	5,25	33,18	29,00	33,18	29,00
ZARAGOZANO	4,75	28,08	25,00	28,08	25,00
<i>Media simple</i>	5,46	25,00	23,49	25,51	23,47
BANCA EXTRANJERA					
A/S JYSKE BANK, S.E.	—	—	—	—	—
A.B.N. AMRO BANK N.V., S.E.	3,77	10,62	—	10,62	—
AMÉRICA	1,90	12,75	12,18	12,75	12,18
ARAB BANK PLC, S.E.	4,25	10,47	—	10,47	—
ÁRABE ESPAÑOL	6,00	26,56	—	28,07	—
ATLÁNTICO	5,00	28,07	25,00	28,07	25,00
AVCO TRUST PLC., S.E.	—	—	—	—	—
B.N.P.-ESPAÑA	4,00	10,62	10,35	—	(6,00)
BANKERS TRUST COMPANY, S.E.	3,16	10,00	—	10,00	—
BANKOIA	4,00	29,00	—	29,00	—
BANQUE NATIONALE DE PARIS, S.E.	4,00	10,62	10,35	—	(6,00)
BANQUE PSA FINANCE HOLDING, S.E.	5,05	—	—	—	—
BARCELONESA DE FINANCIACIÓN	9,75	—	—	22,50	—
BARCLAYS BANK	4,00	10,62	—	32,31	—
BARCLAYS BANK PLC, S.E.	4,00	10,62	—	32,31	—
BPI, S.E.	5,09	7,97	7,75	7,97	7,75
BRASIL, S.E.	7,00	12,50	—	—	(3,00)
BRUXELLES LAMBERT, S.E.	7,19	10,38	10,00	10,38	10,00
C. R. C. A. M. PYRENEES-GASCOGNE, S.E.	—	—	—	—	—
C. R. C. A. M. SUD MEDITERRANÉE, S.E.	—	—	—	20,31	—
CARIPLO S.P.A., S.E.	4,00	8,83	8,50	—	(2,00)
CHASE MANHATTAN BANK, C.M.B.	3,25	15,00	14,06	(2,02)	(2,00)
CHASE MANHATTAN BANK, S.E.	3,25	15,00	14,06	(2,02)	(2,00)
CITIBANK ESPAÑA	6,50	33,18	29,00	(4,06)	(4,00)

(Continuación) 3

Situación al día 31 de diciembre de 1999

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
CITIBANK N.A., S.E.....	9,75	20,00	—	20,00	—
COMMERCIALE ITALIANA, S.E.	6,00	10,62	—	—	(3,00)
COMMERZBANK A.G., S.E.	2,80	13,65	13,00	13,65	13,00
CRÉDIT AGRICOLE INDOSUEZ, S.E.	—	10,62	10,36	10,62	10,36
CRÉDIT COMMERCIAL FRANCE, S.E.	4,00	12,91	12,50	(4,06)	(4,00)
CRÉDIT LYONNAIS, S.E.....	5,00	21,55	20,00	21,55	20,00
CRÉDIT SUISSE, S.E.	3,89	7,00	—	7,00	—
DE LAGE LANDEN INT. B.V., S.E.	—	—	—	—	—
DEUTSCHE BANK.....	3,00	29,86	27,00	29,86	27,00
DEUTSCHE BANK A.G., S.E.....	—	—	—	—	—
DEUTSCHE BANK CREDIT.....	6,00	10,62	—	13,75	—
DEUTSCHE HYP A.G., S.E.	—	—	—	—	—
DRESDNER BANK A.G., S.E.....	3,08	10,62	10,10	10,62	10,10
ESPIRITO SANTO.....	4,50	32,31	29,00	10,63	10,14
ESPIRITO SANTO COM. LISBOA, S.E.	4,50	25,58	23,00	10,62	10,14
ESTADO DE SAO PAULO, S. MADRID.....	4,75	14,14	13,75	14,14	13,75
EXTREMADURA.....	5,00	28,65	26,00	28,65	26,00
FCE BANK PLC, S.E.	4,83	10,62	—	4,83	—
FIMAT INTERN. BANQUE, S.E.	—	—	—	—	—
FIMESTIC.....	—	—	—	—	—
FRANFINANCE, S.E.....	—	—	—	—	—
FORTIS BANK, S.E.	3,00	15,56	15,00	—	(3,00)
HALIFAX HISPANIA.....	—	10,62	—	—	—
HSBC BANK PLC, S.E.	3,53	10,57	10,30	(3,03)	(3,00)
HSBC INVESTMENT BANK PLC, S.E.....	1,50	10,25	10,00	(3,03)	(3,00)
INDOSUEZ ESPAÑA.....	—	10,62	10,36	10,62	10,36
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN, S.E.....	5,00	—	—	—	(2,00)
ING BANK N.V., S.E.	—	—	—	—	—
LLOYDS TSB BANK PLC, S.E.....	4,75	10,60	10,20	(4,06)	(4,00)
LUSO ESPAÑOL.....	5,00	28,65	26,00	28,65	26,00
MADRID.....	—	—	—	—	—
MAROCAINE DU COM. EXT. INTERNAT.....	3,70	32,20	29,00	32,20	29,00
MONTE DEI PASCHI DI SIENA, S.E.....	4,50	9,50	—	—	(2,00)
MORGAN GUARANTY TRUST CO, S.E.....	3,00	9,00	8,65	9,10	8,75
NACIÓN ARGENTINA, S.E.....	10,00	24,36	22,00	—	(4,00)
NATIONAL WESTMINSTER PLC, S.E.....	8,75	21,94	20,00	21,55	20,00
NAZIONALE DEL LAVORO, SPA, S.E.....	3,50	26,25	—	20,40	—
NEWCOURT FINANCE S.N.C., S.E.....	—	—	—	—	—
PARIBAS, S.E.	4,50	10,62	10,14	(2,02)	(2,00)
RABOBANK NEDERLAND, S.E.....	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
ROMA, S.P.A., S.E.....	5,75	10,25	10,00	—	(4,00)
ROYAL BANK OF CANADA, S.E.	3,50	9,50	—	—	(2,00)
SIMEÓN.....	5,00	32,31	29,00	32,31	29,00
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, S.E.	5,75	10,62	10,22	(3,03)	(3,00)
TOKYO-MITSUBISHI LTD, S.E.	3,50	24,32	—	(2,02)	—
URQUIJO.....	3,00	29,97	26,50	29,97	26,50
WESTDEUTSCHE LANDESBANK GZ, S.E.	3,75	10,63	11,06	10,63	11,06
<i>Media simple</i>	4,70	16,78	16,58	18,85	17,50
TOTAL					
<i>Media simple</i>	5,09	21,48	20,92	23,31	22,01

(Continuación) 4
Situación al día 31 de diciembre de 1999

CAJAS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ASTURIAS	3,50	24,98	22,00	23,88	22,00
ÁVILA	4,50	27,44	—	27,44	—
BADAJOS	4,00	18,70	—	19,25	18,00
BALEARES	4,90	20,39	—	26,24	—
BILBAO BIZKAIA KUTXA	5,25	20,40	19,00	20,40	19,00
BURGOS CÍRCULO CATÓLICO OBREROS	5,11	10,56	—	15,87	—
BURGOS MUNICIPAL	4,50	10,60	10,33	15,87	15,00
CANARIAS GENERAL	5,88	17,00	—	—	(8,00)
CANARIAS INSULAR	7,00	27,44	25,00	19,82	18,50
CARLET	4,59	13,65	—	19,25	—
CASTILLA-LA MANCHA	4,50	23,30	—	23,30	—
CATALUNYA	5,50	22,50	20,82	22,50	20,82
CECA	6,50	10,25	10,00	—	(2,00)
COLONYA-POLLENSA	5,92	24,32	23,00	25,06	23,00
CÓRDOBA	5,50	25,59	23,00	25,06	23,00
ESPAÑA DE INVERSIONES	3,29	23,21	—	(6,14)	—
EXTREMADURA	4,07	10,60	10,20	10,60	10,20
GALICIA	3,75	29,97	26,50	29,97	26,50
GIRONA	4,00	18,75	—	18,75	—
GIPUZKOA Y SAN SEBASTIÁN	4,75	18,68	17,25	18,68	17,25
GRANADA GENERAL	4,75	21,00	20,00	21,55	20,00
GUADALAJARA	5,75	24,44	—	18,11	—
HUELVA Y SEVILLA	5,00	22,48	20,45	18,75	17,31
INMACULADA DE ARAGÓN	5,35	26,82	—	26,25	—
JAÉN	5,00	26,56	—	27,44	—
LAIETANA	4,00	23,88	22,00	23,88	22,00
MADRID	4,50	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
MANLLEU	3,75	19,75	—	19,75	—
MANRESA	6,25	10,62	10,14	—	(5,00)
MEDITERRÁNEO	4,50	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	4,25	18,75	17,56	—	(6,00)
NAVARRA	5,00	18,27	17,50	18,68	17,50
ONTINYENT	5,61	19,50	17,95	19,50	18,22
PAMPLONA MUNICIPAL	4,50	18,68	—	18,68	—
PENEDÉS	2,53	22,13	—	—	(10,00)
PENSIONES DE BARCELONA	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
PONTEVEDRA	4,50	26,56	—	27,44	—
RIOJA	5,00	19,25	18,00	19,25	18,00
SABADELL	5,25	21,26	19,75	21,26	19,75
SALAMANCA Y SORIA	3,00	13,75	—	13,75	—
SAN FERNANDO, SEVILLA Y JEREZ	7,25	22,50	—	(5,09)	(5,00)
SANTANDER Y CANTABRIA	4,25	28,07	25,00	(6,17)	(6,00)
SEGOVIA	4,50	18,75	—	18,75	—
TARRAGONA	5,75	20,44	18,75	20,11	18,75
TERRASSA	4,33	14,93	—	14,93	—
UNICAJA	5,00	27,44	25,00	27,44	25,00
VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE	3,01	28,07	25,00	28,07	25,00
VIGO E OURENSE	4,50	22,50	21,35	22,50	20,81
VITORIA Y ÁLAVA	5,75	18,74	17,94	18,74	17,55
ZARAGOZA, ARAGÓN Y RIOJA-IBERCAJA	5,87	10,62	—	24,00	—
TOTAL					
<i>Media simple</i>	4,83	20,94	19,94	21,47	19,95

(a) Tipos aplicables con carácter general; no comprenden los aplicables a los descubiertos de consumidores cuando las entidades los han diferenciado en virtud de la Ley 7/1995, de 23 de marzo.

(b) Las cifras entre paréntesis son recargos sobre el tipo contractual de la operación original.

CIRCULARES Y CIRCULARES MONETARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACIÓN EN EL «BOE»
9/1999, de 17 de diciembre	Entidades de crédito. Modificación de la Circular 4/1991, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros.	23 de diciembre de 1999
10/1999, de 17 de diciembre	Entidades de crédito. Modificación de la Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.	23 de diciembre de 1999

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 23 de diciembre de 1999 y el 21 de enero de 2000

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0141	BANQUE INDOSUEZ ESPAÑA, S.A.	05.01.2000	BAJA POR CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS A CRÉDIT AGRICÔLE INDOSUEZ, S.E. (0154).
0227	UNOE BANK, S.A.	18.01.2000	ALTA PROVISIONAL CON DOMICILIO SOCIAL EN PASEO RECOLETOS, 10.- 28001 MADRID.
COOPERATIVAS DE CRÉDITO			
3138	CAJA RURAL DE BETXI, COOPERATIVA CRÉDITO VALENCIANA	07.01.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR CAJA RURAL DE BETXI, S. COOP. DE CRÉDITO V.
3138	CAJA RURAL DE BETXI, S. COOP. DE CRÉDITO V.	07.01.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A PLAZA MAYOR, 2.- 12549 BETXI (CASTELLÓN).
3129	CAIXA RURAL SEGRE-CINCA, SDAD. COOP. CATALANA CTO. LTDA.	10.01.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR CAJA R. DE HUESCA, S.C.C. (3066).
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO			
8910	BANESTO FACTORING, S.A., ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	07.01.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A GRAN VÍA DE HORTALEZA, 3.- 28043 MADRID.
4757	BANSANDER DE LEASING, S.A. ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	21.01.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BSCH LEASING, S.A. ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO.
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS			
1462	AVCO TRUST PLC., SUCURSAL EN ESPAÑA	11.01.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR ASSOCIATES CAPITAL CORPORATION, PLC. SUCURSAL EN ESPAÑA.
1470	BANCO PORTUGUÉS DE INVESTIMENTO, S.A. SUCURSAL EN ESPAÑA	12.01.2000	INSCRIPCIÓN DEFINITIVA. PAÍS DE ORIGEN: PORTUGAL.
1471	ROYAL BANK OF CANADA EUROPE LIMITED, SUCURSAL EN ESPAÑA	14.01.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE MARQUÉS DE LA ENSENADA, 4 (PL. 2).- 28004 MADRID. PAÍS DE ORIGEN: REINO UNIDO.
0197	BANCO ESPIRITO SANTO E COMERCIAL DE LISBOA, SUCURSAL EN ESPAÑA	18.01.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BANCO ESPIRITO SANTO S.A. SUCURSAL EN ESPAÑA.
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS EXTRACOMUNITARIAS			
0178	ROYAL BANK OF CANADA, SUCURSAL EN ESPAÑA	14.01.2000	BAJA POR CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS A ROYAL BANK OF CANADA EUROPE LIMITED, S.E. (1471).

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 23 de diciembre de 1999 y el 21 de enero de 2000 (continuación)

<i>Nombre</i>	<i>Fecha recepción comunicación</i>	<i>Concepto</i>
ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (Art. 20, 2ª Dir. de Coordinación Bancaria 89/646/CEE)		
CIBC WOOD GUNDY PLC (BBL FRANCE)	07.12.1999	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR CIBC WORLD MARKETS PLC.
CITIBANK BELGIUM	21.12.1999	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: BÉLGICA.
BANQUE BRUXELLES LAMBERT FRANCE (BBL FRANCE)	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
BANQUE D'ORSAY	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
CAISSE CENTRALE DE CRÉDIT COOPERATIF	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
BANQUE MARTIN MAUREL	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
ODDO FINANCE	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
CYRIL FINANCE	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
BANQUE SANPAOLO - VEUVE MORIN-PONS	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
BANQUE PARISIENNE DE CRÉDIT	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
BANQUE DU DÔME – CREDIFRANCE FACTOR	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
BANQUE VERNES	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
BANQUE COLBERT (LUXEMBOURG) S.A.	07.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: LUXEMBURGO.
BANCA COMMERCIALE ITALIANA (FRANCE) S.A.	11.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
COMDIRECT BANK AG	19.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ALEMANIA.
SAL. OPPENHEIM JR. & CIE. LUXEMBOURG, S.A.	19.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: LUXEMBURGO.

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
OFICINAS DE REPRESENTACIÓN EN ESPAÑA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS			
1112	UBS AG	04.01.2000	BAJA POR CIERRE.
1109	FIRST INTERSTATE BANK OF CALIFORNIA	05.01.2000	BAJA POR CIERRE.
1167	BANQUE WORMS	05.01.2000	BAJA POR CIERRE.
ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS			
1709	ANROGA, S.A.	23.12.1999	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN GRAN VÍA, 46.- 28013 MADRID.
1710	AMERICAN EXPRESS FOREIGN EXCHANGE, S.A.	27.12.1999	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE FRANCISCO GERVAS, 10.- 28020 MADRID.
1711	JET PERU MONEY TRANSFER, S.A.	27.12.1999	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE VELÁZQUEZ, 55.- 28001 MADRID.
SOCIEDADES DE TASACIÓN			
4476	VALORACIONES TOLEDO, SOCIEDAD ANÓNIMA	19.01.2000	BAJA POR RENUNCIA.

PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

El interés del Banco de España por conocer la estructura y el funcionamiento, actuales y pasados, de la economía española se traduce en una serie de investigaciones realizadas, en gran parte, por economistas de su Servicio de Estudios, por profesionales contratados para llevar a cabo estudios concretos o por licenciados becados por el Banco para elaborar tesis doctorales. Los resultados de estos estudios, cuando se considera que pueden ser de amplia utilidad, se publican como documentos de trabajo, estudios económicos, estudios históricos o libros, y se distribuyen como se indica en la última sección de este mismo Boletín.

En cualquier caso, los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

Concha Artola and Una-Louise Bell

IDENTIFYING LABOUR MARKET DYNAMICS USING LABOUR FORCE SURVEY DATA

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 9922

A pesar del creciente interés en los aspectos dinámicos del mercado de trabajo, aún se sabe relativamente poco tanto sobre la calidad de los datos como sobre lo apropiado de las metodologías estándar frecuentemente utilizadas en el análisis de la dinámica de los mercados de trabajo europeos (las preguntas retrospectivas y la estructura de panel rotatorio de las encuestas sobre la fuerza de trabajo). Este trabajo constituye un primer intento en abordar estas cuestiones. En la primera sección se revisan los problemas derivados de la utilización de las dos metodologías alternativas. En la sección dos se analiza la magnitud y naturaleza de los errores asociados a estos dos procedimientos. Los resultados sugieren que, debido tanto a problemas de errores de memoria como a la heterogeneidad del cuestionario, el procedimiento basado en las preguntas retrospectivas genera un volumen importante de transiciones espurias. Si bien el segundo enfoque, basado en la explotación de la estructura de panel rotatorio de estas encuestas, está libre de estos problemas, adolece en cambio de otros; en concreto, la pérdida de muestra y los errores de clasificación inherentes a este procedimiento generan nuevamente en este caso un sesgo alcista en la estimación de las transiciones en el mercado de trabajo. A título de ejemplo, se estima que en España, en el primer trimestre de 1994, el 12,5 % de los parados estaban incorrectamente clasificados en una situación diferente al desempleo. Si bien preliminares, estos resultados ponen de manifiesto la necesidad de tomar en consideración la estructura de los errores en los análisis empíricos de la dinámica del mercado de trabajo, poniendo en cuestión aquellos análisis que ignoran estos problemas. En la sección tres se presenta, a modo de ilustración, cómo las probabilidades de error estimadas en la sección 2.2 pueden ser utilizadas para ajustar los flujos

brutos de trabajadores con objeto de obtener una estimación depurada de errores. Los resultados obtenidos muestran, sin embargo, que las técnicas de corrección de errores desarrolladas y ampliamente utilizadas en Estados Unidos no son aplicables en el caso de los datos españoles, planteando las posibles razones que pueden conducir a este resultado.

Juan Ayuso and Roberto Blanco

HAS FINANCIAL MARKET INTEGRATION INCREASED DURING THE NINETIES?

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 9923

En este trabajo se estudia hasta qué punto se ha producido un aumento en el grado de integración financiera durante la década de los noventa. Para ello, el análisis se centra en los mercados bursátiles y se calculan, en primer lugar, algunas medidas estándar de comovilidad entre los precios cotizados en diferentes mercados, las cuales se interpretan, en algunas ocasiones, como medidas del grado de integración financiera, pero que, en nuestra opinión, estas solamente miden el grado de interrelación entre mercados. En cualquier caso, este análisis permite realizar una valoración formal del posible aumento en las interrelaciones entre mercados, al tiempo que subraya las limitaciones de estas medidas del grado de integración financiera. En la segunda parte del trabajo se calculan dos medidas alternativas del grado de integración financiera basadas en un refinamiento del enfoque propuesto por Chen y Knez (1995). Las dos ventajas de este enfoque son: *a)* se basa en la condición de ausencia de oportunidades de arbitraje, lo que está directamente relacionado con la idea de que mayor integración significa menores barreras a la realización de transacciones entre mercados, y *b)* no depende de ningún modelo concreto de valoración de activos. La evidencia que se encuentra sugiere que durante la segunda mitad de la década de los noventa se ha producido un aumento en el grado de integración entre los mercados bursátiles.

ARTÍCULOS Y PUBLICACIONES
DEL BANCO DE ESPAÑA

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

1998	Mes	Pág.	1998	Mes	Pág.
Informe trimestral de la economía española	Abr	5	Regulación financiera: tercer trimestre de 1998	Oct	77
Los factores estacionales del crédito interno para 1998	Abr	49	Algunas reflexiones sobre el inicio de la Unión Monetaria. Conferencia del Gobernador del Banco de España en la apertura del Encuentro Internacional sobre «El euro y sus repercusiones sobre la economía española»	Nov	7
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1997	Abr	55	Evolución económica y financiera	Nov	13
Préstamos hipotecarios: tipos oficiales de referencia y tipos efectivamente utilizados	Abr	107	Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el tercer trimestre de 1998	Nov	25
Regulación financiera: primer trimestre de 1998	Abr	119	La reforma de la Ley del Mercado de Valores y el mercado de deuda pública	Nov	31
Evolución económica y financiera	May	5	Los nuevos estados contables de las entidades de crédito. Análisis de su información e implicaciones para el coeficiente de caja	Nov	51
Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el primer trimestre de 1998	May	17	Las sociedades de tasación: actividad en 1997	Nov	57
El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas	May	23	¿Son posibles las divergencias entre los países de la Unión Monetaria?	Nov	67
El papel del euro en el Sistema Monetario Internacional y sus implicaciones para España	May	33	Comparecencia del Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda del Congreso de los Diputados	Dic	5
Conferencia del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en la clausura de la XXV edición de las Jornadas de Mercado Monetario	Jun	7	Evolución económica y financiera	Dic	11
Evolución económica y financiera	Jun	15	Resultados de las empresas no financieras en 1997 y hasta el tercer trimestre de 1998	Dic	25
Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 1998	Jun	27	La localización geográfica nacional de las entidades bancarias españolas	Dic	41
Indicadores de precios, costes y márgenes en las diversas ramas productivas	Jun	41			
Una clasificación por riesgos de los fondos de inversión españoles	Jun	49	1999	Mes	Pág.
Expectativas sobre los tipos de interés: una estimación de su distribución	Jun	57	Informe trimestral de la economía española	Ene	7
Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	7	Determinantes de la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo	Ene	53
Importancia de la caída de los tipos de interés en la revalorización reciente de las bolsas internacionales	Jul-Ago	55	Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998	Ene	61
Un modelo de cambio de régimen para la tasa de inflación española	Jul-Ago	65	Publicación del libro <i>Monetary Policy and Inflation in Spain</i>	Ene	101
Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 1997	Jul-Ago	69	Evolución reciente de la economía española	Feb	7
Regulación financiera: segundo trimestre de 1998	Jul-Ago	89	La evolución del empleo y del paro durante 1998	Feb	21
Evolución económica y financiera	Sep	7	La economía latinoamericana en perspectiva	Feb	27
Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 1998	Sep	19	Evolución reciente de la economía española	Mar	7
Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el segundo trimestre de 1998	Sep	31	Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1998 y avance de cierre del ejercicio	Mar	21
Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1997	Sep	37	El ciclo económico en España y su relación con el europeo	Mar	33
Información sobre el número de operaciones, personal y oficinas de las entidades de crédito a diciembre de 1997	Sep	45	Algunas consideraciones sobre el cálculo del saldo público ajustado del ciclo	Mar	39
La controlabilidad de los agregados monetarios	Sep	57	Premio de Economía de Castilla y León Infanta Cristina 1998 al Servicio de Estudios del Banco de España	Mar	47
Informe trimestral de la economía española	Oct	7			
Perspectivas para la titulización de activos en España	Oct	53			
Implicaciones para la política monetaria de las operaciones de lavado de cupón	Oct	61			
El mercado de divisas en España, en 1998	Oct	67			

1999	Mes	Pág.	1999	Mes	Pág.
Informe trimestral de la economía española	Abr	7	La política monetaria y la economía real	Oct	55
Relación entre contratos laborales y financieros: un estudio teórico y empírico para el caso español	Abr	49	Optimalidad de las subastas de bonos: el caso español	Oct	69
El uso del cemento en la construcción por tipología de la obra	Abr	57	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1998	Oct	81
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1998	Abr	63	Regulación financiera: tercer trimestre de 1999	Oct	91
Regulación financiera: primer trimestre de 1999	Abr	113	Evolución reciente de la economía española	Nov	9
Evolución reciente de la economía española	May	7	Resultado de las empresas no financieras en 1998 y hasta el tercer trimestre de 1999	Nov	23
Medidas de inflación subyacente	May	21	La evolución del empleo durante el tercer trimestre de 1999	Nov	39
El canal del crédito bancario: un análisis empírico con datos empresariales	May	29	El sistema financiero español ante el «efecto 2000»	Nov	45
Un nuevo método para el control de calidad de los datos en series temporales	May	37	Estados Unidos. Desequilibrios de ahorro e inversión y cuentas financieras	Nov	53
Convocatoria extraordinaria de una beca para realizar un estudio sobre la contribución del Servicio de Estudios del Banco de España al conocimiento de la economía española	May	45	La economía española ante los retos de la globalización y de la integración en el euro	Nov	61
Evolución reciente de la economía española	Jun	9	Evolución reciente de la economía española	Dic	9
Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 1999	Jun	23	Diferencias entre los precios energéticos de España y de la UEM	Dic	23
La evolución del empleo durante el primer trimestre de 1999	Jun	35	Los mercados e intermediarios financieros españoles	Dic	33
Análisis de las magnitudes monetarias dentro de la UEM	Jun	41			
Los establecimientos financieros de crédito. Actividad y resultados en 1998	Jun	49	2000	Mes	Pág.
Información sobre número de operaciones, personal y oficinas de las entidades de crédito a diciembre de 1998	Jun	71	Informe trimestral de la economía española	Ene	9
Informe trimestral de la economía española.	Jul-Ago	9	¿Ha aumentado el grado de integración financiera durante los noventa?	Ene	55
Las modalidades de contratación en España: algunas consideraciones sobre el impacto de la última reforma	Jul-Ago	55	Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999	Ene	63
El auge de los fondos de inversión: causas, implicaciones y perspectivas	Jul-Ago	69	La reforma del sistema de provisiones de insolvencia	Ene	79
Diferenciales interregionales de inflación y sus implicaciones para la Unión Monetaria	Jul-Ago	79			
La nueva información solicitada por el Banco de España sobre la actividad bancaria clasificada por países	Jul-Ago	83			
Las entidades de tasación: información estadística 1998	Jul-Ago	97			
Regulación financiera: segundo trimestre de 1999	Jul-Ago	105			
Evolución reciente de la economía española	Sep	9			
Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 1999	Sep	23			
La evolución del empleo durante el segundo trimestre de 1999	Sep	35			
Principales cambios incorporados en la Contabilidad Nacional de España, base 1995	Sep	41			
Los costes unitarios del trabajo y la toma de decisiones de política monetaria en el contexto de la UEM	Sep	55			
La compensación bancaria en España mediante procedimientos electrónicos. Una breve visión histórica	Sep	65			
Informe trimestral de la economía española	Oct	9			

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

INFORME ANUAL (ediciones en español e inglés)

CUENTAS FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (ediciones en español e inglés) (anual)

BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA (ediciones en español e inglés) (anual)

CENTRAL DE ANOTACIONES EN CUENTA (anual)

BOLETÍN ECONÓMICO (mensual)

ECONOMIC BULLETIN (trimestral)

BOLETÍN ESTADÍSTICO (mensual)

BOLETÍN ESTADÍSTICO (en disquetes, mensual)

BOLETÍN DE ANOTACIONES EN CUENTA (diario)

MONOGRAFÍA ANUAL

CIRCULARES A ENTIDADES DE CRÉDITO

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA. RECOPILOCIÓN (cuatrimestral)

REGISTROS DE ENTIDADES (anual)

REGISTROS DE ENTIDADES (en disquetes, mensual)

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

43. I. ARGIMÓN MAZA Y J. MARÍN ARCAS: La progresividad de la imposición sobre la renta (1989).
44. ANTONIO ROSAS CERVANTES: El Sistema Nacional de Compensación Electrónica (Primera edición, 1991. Segunda edición actualizada, 1995).
45. MARÍA TERESA SASTRE DE MIGUEL: La determinación de los tipos de interés activos y pasivos de bancos y cajas de ahorro (1991).
46. JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO: Imposición personal e incentivos fiscales al ahorro en España (1991).
47. PILAR ÁLVAREZ Y CRISTINA IGLESIAS-SARRIA: La banca extranjera en España en el período 1978-1990 (1992).
48. JUAN LUIS VEGA: El papel del crédito en el mecanismo de transmisión monetaria (1992).
49. CARLOS CHULIÁ: Mercado español de pagarés de empresa (1992).
50. MIGUEL PELLICER: Los mercados financieros organizados en España (1992).
51. ELOÍSA ORTEGA: La inversión extranjera directa en España (1986-1990) (1992).
52. ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y TERESA SASTRE: Ecuaciones de demanda para los

nuevos agregados monetarios (1992). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)

53. ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995).
54. JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996).
55. ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
56. JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
57. OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
58. JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
59. JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M^a TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
60. ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
61. ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
62. ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
63. GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
64. FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998).
65. ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
66. ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
67. JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
68. ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

18. ALEJANDRO ARIZCUN: Series navarras de precios de cereales, 1589-1841 (1989).
19. FRANCISCO COMÍN: Las cuentas de la hacienda preliberal en España (1800-1855) (1990).
20. CARLOS ALBERTO GONZÁLEZ SÁNCHEZ: Repatriación de capitales del virreinato del Perú en el siglo XVI (1991).
21. GASPAR FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. I: Alimentos (1991).

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

22. GASPAR FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. II: Combustibles, productos manufacturados y salarios (1991).
23. ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Noticia del abastecimiento de carne en la ciudad de Burgos (1536-1537) (1992).
24. ANTONIO TENA JUNGUITO: Las estadísticas históricas del comercio internacional: fiabilidad y comparabilidad (1992).
25. MARÍA JESÚS FUENTE: Finanzas y ciudades. El tránsito del siglo XV al XVI (1992).
26. HERNÁN ASDRÚBAL SILVA: El Comercio entre España y el Río de la Plata (1778-1810) (1993).
27. JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993).
28. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).
29. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
30. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
31. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II: La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
32. SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
33. FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
34. ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
35. M^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
36. CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
37. EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
9801. ÁNGEL ESTRADA, PILAR GARCÍA PEREA, ALBERTO URTASUN Y JESÚS BRIONES: Indicadores de precios, costes y márgenes en las diversas ramas productivas.
9802. PILAR ÁLVAREZ CANAL: Evolución de la banca extranjera en el período 1992-1996.
9803. ÁNGEL ESTRADA Y ALBERTO URTASUN: Cuantificación de expectativas a partir de las encuestas de opinión.
9804. SOYOUNG KIM: Monetary Policy Rules and Business Cycles.
9805. VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Guide for using the programs TRAMO and SEATS.
9806. JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Disinflation, output and unemployment: the case of Spain.
9807. OLYMPIA BOVER, PILAR GARCÍA-PEREA AND PEDRO PORTUGAL: A comparative study of the Portuguese and Spanish labour markets.
9808. VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Automatic modeling methods for univariate series.
9809. VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Seasonal adjustment and signal extraction in economic time series.
9810. PABLO HERNÁNDEZ DE COS E IGNACIO HERNANDO: El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas.
9811. SOYOUNG KIM: Identifying European Monetary Policy Interactions: French and Spanish System with German Variables.
9812. JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y ALICIA SANCHÍS: Una clasificación por riesgo de los fondos de inversión españoles.
9813. JOSÉ VIÑALS: The retreat of inflation and the making of monetary policy: where do we stand?
9814. JUAN AYUSO, GRACIELA L. KAMINSKY AND DAVID LÓPEZ-SALIDO: A switching-regime model for the Spanish inflation: 1962-1997.
9815. ROBERTO BLANCO: Transmisión de información y volatilidad entre el mercado de futuros sobre el índice Ibex 35 y el mercado al contado.
9816. M^a CRUZ MANZANO E ISABEL SÁNCHEZ: Indicadores de expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo. La información contenida en el mercado de opciones. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
9817. ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, EMILIO MUÑOZ AND JUAN PEÑALOSA: The controllability of a monetary aggregate in EMU.
9818. JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ Y JAVIER SANTILLÁN FRAILE: El papel del euro en el Sistema Monetario Internacional.
9819. EVA ORTEGA: The Spanish business cycle and its relationship to Europe.
9820. EVA ORTEGA: Comparing Evaluation Methodologies for Stochastic Dynamic General Equilibrium Models.
9821. EVA ORTEGA: Assessing the fit of simulated multivariate dynamic models.
9822. CORAL GARCÍA Y ESTHER GORDO: Funciones trimestrales de exportación e importación para la economía española.
9823. ENRIQUE ALBEROLA-ILA AND TIMO TYRVÄINEN: Is there scope for inflation differentials in EMU? An empirical evaluation of the Balassa-Samuelson model in EMU countries.
9824. CONCHA ARTOLA E ISABEL ARGIMÓN: Titularidad y eficiencia relativa en las manufacturas españolas.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

9724. ENRIQUE ALBEROLA AND PIERFEDERICO ASDRUBALI: How do countries smooth regional disturbances? Risksharing in Spain: 1973-1993.
9725. ENRIQUE ALBEROLA, JOSÉ MANUEL MARQUÉS Y ALICIA SANCHÍS: Persistencia en el desempleo, independencia de los bancos centrales y su relación con la inflación. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
9726. FRANCISCO ALONSO, JUAN AYUSO AND JORGE MARTÍNEZ PAGÉS: How informative are financial asset prices in Spain?
9727. JAVIER ANDRÉS, RICARDO MESTRE AND JAVIER VALLÉS: Monetary policy and exchange rate dynamics in the Spanish economy.
9728. JUAN J. DOLADO, JOSÉ M. GONZÁLEZ-PÁRAMO AND JOSÉ VIÑALS: A cost-benefit analysis of going from low inflation to price stability in Spain.

- 9825 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: The long-run effect of permanent disinflations.
- 9901 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ RESANO: Instrumentos derivados de los tipos *Overnight: call money swaps* y futuros sobre fondos federales.
- 9902 J. ANDRÉS, J. D. LÓPEZ-SALIDO AND J. VALLÉS: The liquidity effect in a small open economy model.
- 9903 OLYMPIA BOVER Y RAMÓN GÓMEZ: Nuevos resultados sobre la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9904 IGNACIO HERNANDO Y JOSEP A. TRIBÓ: Relación entre contratos laborales y financieros: Un estudio teórico para el caso español.
- 9905 CRISTINA MAZÓN AND SOLEDAD NÚÑEZ: On the optimality of treasury bond auctions: the Spanish case.
- 9906 NADINE WATSON: Bank Lending Channel Evidence at the Firm Level.
- 9907 JOSÉ VIÑALS: El marco general de la política monetaria única: racionalidad, consecuencias y cuestiones pendientes.
- 9908 OLYMPIA BOVER AND MANUEL ARELLANO: Learning about migration decisions from the migrants.
- 9909 OLYMPIA BOVER AND PILAR VELILLA: Migrations in Spain: Historical background and current trends.
- 9910 FERNANDO RESTOY: Los mercados financieros españoles ante la Unión Monetaria.
- 9911 LUIS J. ÁLVAREZ AND M^a DE LOS LLANOS MATEA: Underlying inflation measures in Spain.
- 9912 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Estimation of the business cycle: a modified Hodrick-Prescott filter.
- 9913 ENRIQUE ALBEROLA AND JOSÉ MANUEL MARQUÉS: On the relevance and nature of regional inflation differentials: The case of Spain.
- 9914 AGUSTÍN MARAVALL: An application of tramo and SEATS. Report for the «Seasonal Adjustment Research Appraisal» project.
- 9915 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Seasonal outliers in time series.
- 9916 ENRIQUE ALBEROLA AND HUMBERTO LÓPEZ: Internal and external exchange rate equilibrium in a cointegration framework. An application to the Spanish Peseta.
- 9917 JOSÉ VIÑALS AND JAVIER VALLÉS: On the real effects of monetary policy: A central banker's view.
- 9918 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Short-term and long-term trends, seasonal adjustment, and the business cycle.
- 9919 J. ANDRÉS, J. D. LÓPEZ-SALIDO AND J. VALLÉS: Intertemporal substitution and the liquidity effect in a sticky price model.
- 9920 J. ANDRÉS, I. HERNANDO AND J. D. LÓPEZ-SALIDO: The role of the financial system in the growth-inflation link: The OECD experience.
- 9921 ÁNGEL ESTRADA AND IGNACIO HERNANDO: Microeconomic price adjustments and inflation: Evidence from Spanish sectoral data.
- 9922 CONCHA ARTOLA AND UNA-LOUISE BELL: Identifying Labour Market Dynamics using Labour Force Survey Data.
- 9923 JUAN AYUSO AND ROBERTO BLANCO: Has financial market integration increased during the nineties?

EDICIONES VARIAS (1)

- JUAN SARDÁ DEXEUS: Escritos (1948-1980) (1987). 2.080 PTA (*).
- CENTRO DE ESTUDIOS JUDICIALES Y BANCO DE ESPAÑA: Aspectos jurídicos de las crisis bancarias (respuesta del ordenamiento jurídico). Ciclo de conferencias (1988). 1.560 PTA (*).
- CONGRESO SOBRE ARCHIVOS ECONÓMICOS DE ENTIDADES PRIVADAS. II. 1986. MADRID: Actas del segundo congreso sobre archivos económicos de entidades privadas (1988). 1.040 PTA (*).
- PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Carlos (1782-1829) (1988) (**).
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Comentarios a las sentencias del Tribunal Constitucional de 22 de marzo de 1988 (1988). 1.040 PTA (*).
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Mercado de valores. Ley 24/1988, de 28 de julio (1988). 1.560 PTA (*).
- FERNANDO SERRANO MANGAS: Armadas y flotas de la plata (1620-1648) (1989). 2.080 PTA (*).
- MARÍA TERESA OLAZ NAVARRO: Inventario de los fondos del Banco de San Carlos en archivos del Estado (1989). 1.560 PTA (*).
- BANCO DE ESPAÑA: Registros especiales a cargo del Banco de España. Resumen histórico de variaciones. (Años 1970 a 1989) (1990). 1.040 PTA (*).
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de entidades de depósito y otros intermediarios financieros: normativa *autonómica* (1990). Segunda edición. 15.600 PTA (*).
- BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 8.000 PTA (*).
- PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 2.080 PTA (*).
- SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito: normativa general. 3^a ed. (1994). 15.600 PTA (*).
- MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 520 PTA (*).
- 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). 832 PTA (*).
- JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 1.040 PTA (*).
- 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). 500 PTA (*).
- TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 4.680 PTA (*).
- JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (****).

(1) Las publicaciones marcadas con un asterisco (*) son distribuidas por el Banco de España, Sección de Publicaciones. Los precios llevan incluido el 4 % de IVA. Las publicaciones marcadas con dos asteriscos (**) son distribuidas por Alianza Editorial. Las publicaciones marcadas con tres asteriscos (***) son distribuidas por Editorial Tecnos. Las publicaciones marcadas con cuatro asteriscos (****) son distribuidas por Macmillan (Londres).

DISTRIBUCIÓN, TARIFAS Y MODALIDADES DE SUSCRIPCIÓN (1) (2000)

Todas las publicaciones pueden adquirirse en el Negociado de Distribución y Gestión (Sección de Publicaciones) del Banco de España, a excepción de aquellos libros en los que se indica otro distribuidor.

Informe anual (ediciones en español e inglés):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Cuentas financieras de la economía española (ediciones en español e inglés) (2):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Balanza de pagos de España (ediciones en español e inglés):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Central de Anotaciones en Cuenta:

- España: 1.040 PTA.
- Extranjero: 2.000 PTA.

Boletín económico y Boletín estadístico (3):

- España:
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 20.800 PTA.
Suscripción a ambos boletines: 28.600 PTA.
Ejemplar suelto: 2.080 PTA.
- Extranjero:
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 31.000 PTA.
Suscripción a ambos boletines: 48.000 PTA.
Ejemplar suelto: 3.000 PTA.

Economic bulletin (3):

- España:
Suscripción anual: 7.488 PTA.
Ejemplar suelto: 2.080 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 14.250 PTA.
Ejemplar suelto: 3.000 PTA.

Boletín estadístico (en disquetes, mensual) (4):

- España:
Suscripción anual: 36.000 PTA.
Disquete suelto: 2.000 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 50.000 PTA.
Disquete suelto: 3.000 PTA.

Sistema de información en línea (SILBE):

- Cuota de conexión: 116.000 PTA.
- Área Servicio de Estudios: 139.200 PTA.

Manual de la Central de Anotaciones:

- Ejemplar suelto: 5.200 PTA.

Registros de entidades (anual):

- España: 2.522 PTA.

Boletín de anotaciones en cuenta (5):

- España:
Suscripción anual por correo: 33.280 PTA.
Suscripción anual por fax: 33.280 PTA.
Números sueltos: 208 PTA.
- Extranjero (por avión): suscripción anual: 95.000 PTA.

Circulares a entidades de crédito:

- España: suscripción anual: 14.560 PTA.
- Extranjero: suscripción anual: 28.000 PTA.

Circulares del Banco de España. Recopilación:

- Recopilación: 7.280 PTA.
- Actualización anual: 3.120 PTA.

Publicaciones de la Central de Balances:

- *Monografía anual*:
— España: Libro o CD-ROM: 2.000 PTA.

Estudios de encargo:

- Precio según presupuesto adaptado a cada petición (6).
- Proyecto BACH (*Bank for the Accounts of Companies Harmonised*):
— España: consultar a la Central de Balances.

Estudios económicos (Serie azul) y Estudios de historia económica (Serie roja):

- España:
Volumen normal: 884 PTA.
Volumen extra: 1.560 PTA.
- Extranjero:
Volumen normal: 1.800 PTA.
Volumen extra: 3.400 PTA.

Documentos de trabajo:

- España:
Suscripción anual: 7.280 PTA.
Ejemplar suelto: 312 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 10.000 PTA.
Ejemplar suelto: 430 PTA.

Registros de entidades (en disquetes, mensual) (7):

- España:
Suscripción anual: 32.480 PTA.
Disquete suelto: 2.088 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 36.000 PTA.
Disquete suelto: 2.800 PTA.

Memoria del Servicio de Reclamaciones

- España: 1.040 PTA.
- Extranjero: 2.000 PTA.

Ediciones varias (8).

(1) Los precios para España llevan incluido el 4% de IVA. Canarias, Ceuta, Melilla y extranjero están exentos del IVA, así como los residentes en el resto de la Unión Europea que comuniquen el NIF. En disquetes y CD-ROM se incluye el 16% de IVA.

(2) Mediante solicitud previa se ofrece la posibilidad de recibir esta publicación en disquete en cualquiera de ambos idiomas, sin coste adicional.

(3) La suscripción al *Boletín económico* y/o *estadístico* incluye el envío gratuito del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de la *Balanza de pagos de España*. La suscripción al *Economic bulletin* incluye el envío gratuito de las ediciones en inglés del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de los *Documentos de Trabajo* (inglés y español). La distribución al extranjero será por vía aérea.

(4) La suscripción al *Boletín estadístico* en disquetes incluye la información contenida en dicha publicación, pero con las «Series históricas» completas. La suscripción supone el envío simultáneo del correspondiente *Boletín estadístico*, y de las especificaciones técnicas y de manejo de los disquetes.

(5) Incluye el envío gratuito de la Memoria de la Central de Anotaciones en Cuenta.

(6) Dirigirse al Servicio de Difusión de la Central de Balances (teléfonos 91 3386931, 91 338 6929 y 91 338 6930, fax 91 338 6880; envíos postales a calle de Alcalá, 50, 28014 Madrid). No se acomete ningún trabajo sin la previa aceptación del presupuesto. No se atienden peticiones de empresas que hayan negado su colaboración.

(7) La suscripción al Registro de entidades en disquete incluye el envío gratuito del *Boletín económico* mensual.

(8) Los precios de los libros que distribuye el Banco de España figuran a continuación de cada título. Dichos precios llevan incluido el 4% de IVA en las ventas al territorio peninsular y Baleares. Para otros destinos, consultar precios.