

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

marzo 2000

# boletín económico

marzo 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
CLL	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 austríaco
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>
Evolución reciente de la economía española .....	9
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1999 y avance de cierre del ejercicio .....	23
Asimetrías de la economía española en el contexto de la UEM, según el modelo NIGEM . . .	35
Formación de precios a nivel empresarial e inflación: evidencia a partir de información sectorial. ....	41
El Banco Español de San Fernando: un predecesor del Banco de España (1829-1856) . . . .	47
Información del Banco de España. ....	69
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación a 29 de febrero de 2000. ....	71
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas entre el 22 de febrero y el 22 de marzo de 2000 .....	75
Registros oficiales de entidades. Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales. Variaciones producidas entre el 22 de febrero y el 22 de marzo de 2000 .....	77
Publicaciones recientes del Banco de España .....	78
Indicadores económicos .....	79
Artículos y publicaciones del Banco de España .....	141

---

## Evolución reciente de la economía española

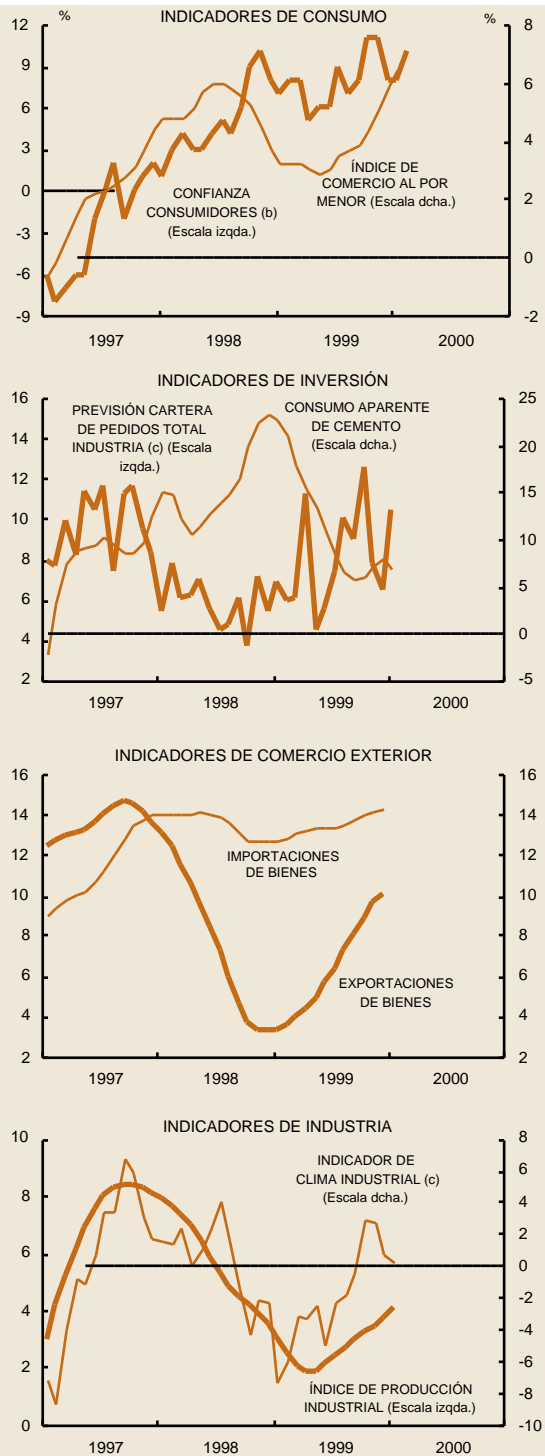
### 1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Como ya se comentó en el artículo mensual de febrero, las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) para el cuarto trimestre de 1999 mostraban una progresiva pérdida de dinamismo de la demanda nacional —que, no obstante, mantenía tasas interanuales de variación bastante elevadas (4,2 % en ese último trimestre)— combinada con una contribución menos negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB. La escasa información disponible sobre el comportamiento de diversos indicadores de gasto en los primeros meses del año 2000 y el cierre de datos del comercio exterior del año 1999 parecen sugerir un ritmo de variación más sostenido tanto del consumo privado como de la inversión en equipo en el período más reciente. Por el lado de la oferta, la producción industrial continúa reflejando un notable vigor, mientras que el empleo mantiene una evolución favorable, aunque su ritmo de avance ha perdido intensidad. En este contexto, los incrementos salariales que se están pactando para el año 2000 se sitúan por encima de los firmados en 1999.

Los indicadores de consumo referidos a los dos primeros meses del año 2000 han tendido a reflejar, en general, ritmos elevados de variación, que al menos ralentizan el proceso de desaceleración que venía observándose desde mediados de 1999. El indicador de confianza de los consumidores, que había retrocedido ligeramente en diciembre y enero, experimentó en febrero un avance de dos puntos, recuperando cotas próximas a los máximos alcanzados en el otoño pasado. En ese mismo mes, el indicador que sintetiza las opiniones en el sector del comercio al por menor detuvo el proceso de caída observado en los dos meses anteriores. Por su parte, el índice general de ventas de la encuesta de comercio al por menor registró un fuerte avance en enero, hasta alcanzar un incremento interanual del 8,8 % en términos reales. La información relativa a los indicadores de disponibilidades de bienes de consumo está algo más retrasada, si bien la producción industrial de estos bienes —que es un componente del indicador de disponibilidades— perdió vigor en el primer mes del presente año, con una fuerte caída del componente alimenticio; no obstante, la producción de bienes de consumo duradero se aceleró significativamente. También las matriculaciones de automóviles mostraron una recuperación en enero y febrero, situándose en una tasa interanual del 12,8 %, que contrasta con la desaceleración que experimentaron en la segunda parte de 1999.

GRÁFICO 1

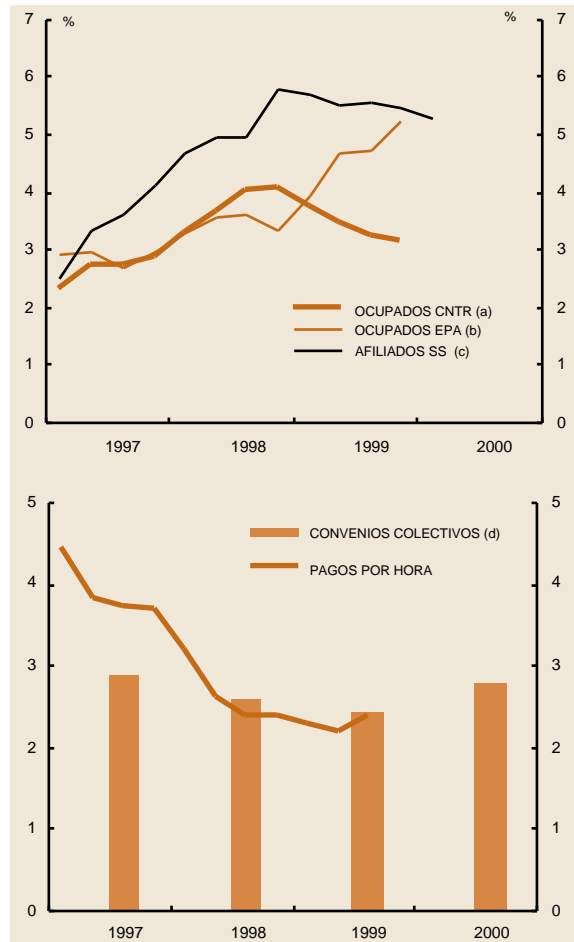
Indicadores de demanda y actividad (a)



Fuentes: Comisión de la Unión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria, OFICEMEN, Departamento de Aduanas y Banco de España.  
 (a) Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.  
 (b) Nivel serie original.  
 (c) Serie del Ministerio de Industria. Nivel de la serie ajustada de estacionalidad.

GRÁFICO 2

Empleo y salarios  
Tasas de variación interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Banco de España.  
 (a) Series ciclo-tendencia de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.  
 (b) Series EPA corregidas del efecto del cambio censal 1995 - 1996.  
 (c) Último dato se corresponde con el crecimiento medio de enero y febrero de 2000.  
 (d) Sin incluir cláusula de salvaguarda. Para el año 2000 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 29 de febrero.

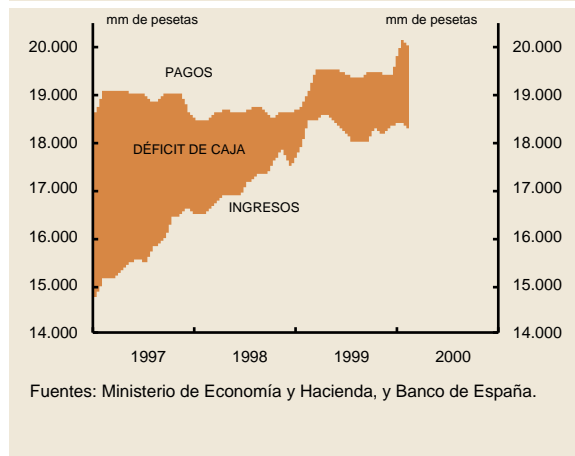
Una vez incorporada la última información recibida, correspondiente al comercio exterior de diciembre y a la producción industrial de enero, el indicador de disponibilidades de bienes de equipo muestra un perfil de suave aceleración en el período más reciente, que contrasta con la ralentización registrada por la inversión en equipo en 1999, según la CNTR. Por otra parte, las opiniones de los empresarios del sector reflejaron una fuerte variabilidad en los meses finales de 1999, si bien parece observarse una estabilización de sus previsiones de cartera de pedidos.



En cuanto al gasto en construcción, los indicadores de consumos intermedios han comenzado el año con un repunte modesto. Así, el consumo aparente de cemento creció en enero a una tasa interanual del 10,1 %, por encima del avance observado en la segunda mitad del año 1999, y la producción de materiales para la construcción se incrementó un 12,5 % en ese mismo mes, un ritmo alto en comparación con la parte final del año anterior. También las opiniones de los empresarios del sector mejoraron en los dos primeros meses del año, respecto al último trimestre de 1999. Sin embargo, los indicadores de empleo han seguido perdiendo fuerza: en febrero, el paro registrado en el sector de la construcción continuó reduciendo su ritmo de descenso interanual y el número de afiliados a la Seguridad Social volvió a desacelerarse, aunque ha mantenido un crecimiento notable (14,7 %). Los indicadores adelantados de edificación se han desacelerado también, tanto en su tramo residencial como en el no residencial, aunque continúan observándose tasas de crecimiento elevadas en las iniciaciones de este tipo de obras; respecto a la licitación oficial, ha continuado la caída del volumen de obra licitada, con especial intensidad en el componente de obra civil.

Los datos de comercio exterior de diciembre han confirmado el fuerte deterioro del déficit comercial que tuvo lugar en 1999 y el carácter netamente contractivo de la demanda exterior neta en ese año. En diciembre, las exportaciones de mercancías mantuvieron el perfil de recuperación que ya se observaba en los meses anteriores, produciéndose una consolidación de las ventas destinadas a los países de la UE y un fuerte empuje de las ventas destinadas a las áreas anteriormente más castigadas por la crisis internacional. Las importaciones, por su parte, intensificaron significativamente su ritmo de avance, apoyadas en la notable fortaleza de la demanda. Por grupos de productos, todos los componentes experimentaron fuertes ascensos en diciembre, a excepción de las compras de consumo alimenticio. En el conjunto del año, las exportaciones totales crecieron un 6,4 %, en términos reales, muy por debajo del avance de las importaciones, que registraron una tasa del 13,9 % en el mismo período. En términos nominales, el aumento de las exportaciones fue del 5,6 %, frente a un incremento de las importaciones del 14 %, lo que se tradujo en un fuerte aumento del déficit comercial, que en el conjunto de 1999 se situó en 27.344 millones de euros. Adicionalmente, el déficit de rentas registró una ampliación y el superávit por transferencias corrientes se redujo, de forma que, a pesar de la intensa mejora que experimentó el saldo de turismo, la balanza por cuenta corriente registró un déficit muy abultado (-11.672 millones

GRÁFICO 3  
Ingresos y pagos líquidos del Estado. Déficit de caja  
Totales móviles de doce meses



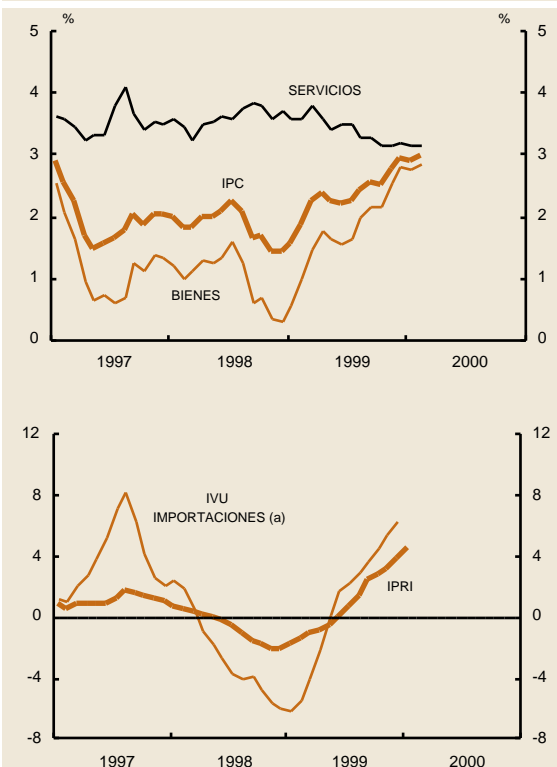
de euros). El superávit de la cuenta de capital, por el contrario, mostró una mejora, situándose en 6.690 millones de euros.

Por el lado de la oferta, la actividad industrial ha seguido ganando vigor en el inicio del año 2000. El índice de producción industrial prolongó en enero el proceso de recuperación que inició en los meses centrales del año 1999. Por componentes, la producción de bienes de equipo y de bienes intermedios intensificó su dinamismo, mientras que la de bienes de consumo se debilitó, como consecuencia de la evolución negativa del componente alimenticio. Del mismo modo, los indicadores de empleo industrial han evolucionado de forma favorable: el paro registrado ha estabilizado su ritmo de descenso en febrero y las afiliaciones a la seguridad social han registrado en ese mes un incremento similar al de enero, significativamente por encima del crecimiento medio de 1999. Por último, el indicador de clima industrial ha seguido mejorando en los primeros meses del año 2000, consolidando la progresiva recuperación que registró en la segunda mitad del año anterior.

En relación con el mercado de trabajo, los indicadores más recientes, referidos a principios del año en curso, prolongan las tendencias observadas en el período final de 1999. Así, en el mes de febrero las afiliaciones a la Seguridad Social registraron un crecimiento interanual del 5,3 %, idéntico al de enero y ligeramente por debajo del 5,5 % correspondiente al cuarto trimestre del año anterior. En esta misma línea, el paro registrado continuó reduciendo su tasa de caída interanual, que quedó situada en el -7 % en febrero, apreciándose una pérdida de vigor en todas las ramas de actividad, excepto

GRÁFICO 4

### Índices de precios Tasas de variación interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.  
(a) Tasa de variación interanual de la tendencia.

en la industria, donde se estabilizó. En cambio, el número de contratos registrados recuperó la fortaleza del cuarto trimestre del año anterior, con una tasa de variación interanual del 11,7 %, destacando el mayor peso de los contratos indefinidos. Por otra parte, el incremento salarial pactado en los convenios registrados hasta febrero del año 2000 se ha situado en el 2,8 %. La mayoría de los convenios registrados hasta esa fecha corresponden a revisiones de convenios firmados en años anteriores. Por ramas de actividad, cabe destacar el incremento pactado en los servicios (2,85 %), que afecta, aproximadamente, a un tercio de los trabajadores sometidos a convenio en esa rama. Por otra parte, el efecto de la aplicación de la cláusula de salvaguarda, como consecuencia de la desviación de la inflación en 1999 respecto a la previsión oficial, se estima en algo más de tres décimas.

Según las cifras de Contabilidad Nacional (SEC 95), el Estado acumuló, hasta febrero de 2000, un superávit de 698 mm de pesetas, lo que supone una mejora del 13,5 % respecto al registrado en el mismo período del año ante-

rior. Este favorable resultado se explica, principalmente, por el continuado dinamismo de la imposición indirecta y por la reducción de los gastos de funcionamiento de Estado —gastos de personal y compras de bienes y servicios—, en parte como consecuencia de los sucesivos trasposos de competencias en educación no universitaria a las Comunidades Autónomas. En términos de caja, la ejecución presupuestaria, en los dos primeros meses del año, se saldó con un déficit de 188 mm de pesetas. La diferencia con las cifras de Contabilidad Nacional se debió, principalmente, a los mayores pagos por intereses registrados en caja, por el distinto criterio de contabilización entre una y otra fuente, lo que ha dado lugar a un ajuste por importe de 887 mm de pesetas. En este sentido, la mayor parte de los intereses pagados en los dos primeros meses de 2000 se devengaron en 1999 y, por tanto, ya se computaron en la Contabilidad Nacional de dicho año.

## 2. EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

En el mes de febrero, el índice de precios de consumo (IPC) aumentó su tasa de variación interanual hasta el 3 %. Sin embargo, el índice de precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) redujo una décima su tasa de variación, hasta situarse en el 2,2 %.

Dentro del IPSEBENE, la tasa de inflación de los servicios se mantuvo estabilizada en el 3,2 %, mientras que aumentó una décima el crecimiento interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos, hasta situarse en el 1,6 %; cabe destacar, por segundo mes consecutivo, la desaceleración experimentada en la variación interanual de los precios de los alimentos elaborados (1,5 %), que es inferior en algo más de un punto porcentual a la del cierre del año pasado. En cuanto a los componentes más volátiles del índice general, la energía aumentó 2,9 puntos porcentuales su tasa interanual, que alcanzó el 14,7 %; por su parte, los precios de los alimentos no elaborados recortaron ligeramente su ritmo de avance.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó en febrero una décima su tasa de variación interanual —lo mismo que en el conjunto de la UEM—, hasta situarse en el 3 %. El diferencial de inflación con esta zona se mantuvo en nueve décimas porcentuales, tras la revisión que se ha producido en el dato de enero. El mantenimiento del diferencial ha sido compatible con un aumento del mismo en los bienes industriales y una reducción en los alimentos, mientras que en los servicios ha permanecido estable.

CUADRO 1

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	1999			2000		
	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (c)
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):</b>						
Índice de Producción Industrial	2,7	4,0	5,1			
Comercio al por menor	4,5	2,6	2,6			
Matriculaciones de turismos nuevos	2,8	-1,1	-2,4	0,6		
Confianza de los consumidores	-2	-1	-1	-1	0	
Confianza industrial	-3	-1	0	1	3	
IAPC	1,3	1,5	1,7	1,9	2,0	
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):</b>						
M3	5,6	6,1	6,2	5,0		
M1	13,0	11,7	9,8	9,0		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	8,1	8,5	8,2	7,4		
<i>AAPP</i>	1,5	1,9	1,8	1,6		
<i>Otros sectores residentes</i>	10,6	11,0	10,5	9,5		
EONIA	2,49 %	2,94 %	3,05 %	3,05 %	3,28 %	3,42 %
EURIBOR a tres meses	3,38 %	3,47 %	3,44 %	3,34 %	3,54 %	3,72 %
Rendimiento bonos a diez años	5,47 %	5,19 %	5,31 %	5,70 %	5,67 %	5,58 %
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,72	0,94	1,06	1,08	0,97	0,92
Tipo de cambio dólar/euro	1,071	1,034	1,011	1,014	0,983	0,965
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	10,4	21,7	39,5	-4,1	5,5	8,7

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Tasas de variación interanual, excepto en los indicadores de confianza.

(b) Tasas de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

(c) Media del mes hasta la última información disponible.

(d) Variación porcentual acumulada a lo largo del año.

El índice de precios industriales (IPRI) intensificó en enero el perfil de aceleración de los últimos meses, situando su tasa de variación interanual en el 4,5 %. Además del fuerte avance registrado por los precios de los bienes intermedios energéticos, se constata un empeoramiento de los restantes componentes, con excepción de los precios de los alimentos.

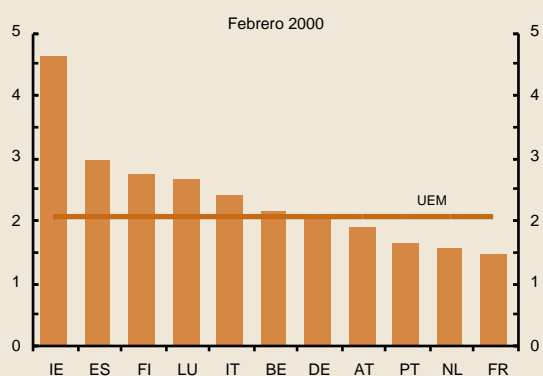
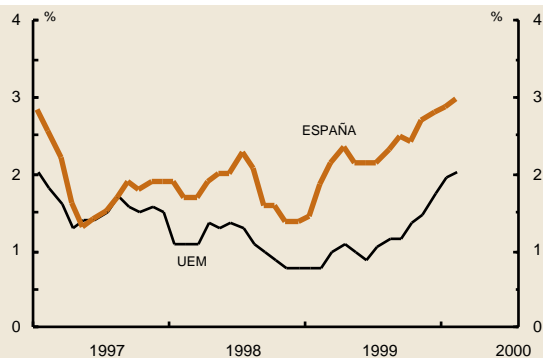
Finalmente, el índice de valor unitario (IVU) de las exportaciones totales registró una fuerte desaceleración en diciembre, descontando de esta forma el notable repunte de noviembre, de forma que en el promedio del año 1999 los precios de exportación descendieron un 0,9 %. Por su parte, los precios de las importaciones totales acentuaron en diciembre la trayectoria alcista que iniciaron en el segundo semestre de 1999 como consecuencia de la fuerte escalada de los precios energéticos; en el período enero-diciembre, los IVU de las importaciones no energéticas cayeron un 1,6 %, mientras que el IVU de los bienes intermedios energéticos registró un aumento del 29,1 %.

### 3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA

#### Y FINANCIERA EN LA U.E.M.

Los últimos datos de Contabilidad Nacional publicados, referidos al cuarto trimestre de 1999, han confirmado la recuperación económica de la UEM, así como la fortaleza casi generalizada del entorno exterior de la zona del euro. En efecto, como ya se comentó en el boletín de febrero, el PIB de Estados Unidos creció en el cuarto trimestre un 4,5 % con respecto al mismo trimestre de 1998 (6,9 %, en tasa intertrimestral anualizada), mostrando una composición similar a la de los trimestres anteriores: fortaleza de la demanda interna —especialmente del consumo— y de las importaciones, y crecimiento moderado de las exportaciones. El cierre provisional del año ha situado el crecimiento del PIB en el 4,1 %, ligeramente inferior al 4,3 % registrado en 1998, como consecuencia de un avance menor de la demanda interna, debido a la desaceleración de la formación bruta de capital, ya que la aportación de la demanda externa ha sido en ambos años del -1,3 %. La evolución de los indicadores más recientes del sector real de la economía sugiere la continuidad de la pauta de fortaleza de la actividad y de la demanda interna en los primeros meses de

GRÁFICO 5

Índices armonizados de precios de consumo  
Tasas de variación interanuales

Fuente: Eurostat.

2000, a la vez que muestra una intensificación de los desequilibrios entre ahorro e inversión sectoriales: destacan especialmente el nuevo mínimo que ha alcanzado la tasa de ahorro privado en el mes de enero (1,4 % de la renta disponible) y el deterioro del déficit por cuenta corriente del cuarto trimestre de 1999, que llegó al 4,2 % del PIB, cuatro décimas superior al del tercer trimestre. En este contexto, ante los indicios de presiones inflacionistas cada vez más agudas —los precios de consumo aumentaron en febrero un 3,2 %, en tasa interanual—, la Reserva Federal subió, el 21 de marzo, el tipo de interés de los fondos federales en un cuarto de punto, hasta el 6 %.

El PIB japonés experimentó una tasa de crecimiento interanual nula en el cuarto trimestre de 1999 (–1,4 % en tasa intertrimestral anualizada), frente al 1 % del trimestre anterior. Por componentes, destacan la evolución de la inversión privada, por ser el único agregado de la demanda interna que mostró una mejora con respecto al trimestre anterior, y la demanda exterior neta, que intensificó su contribución negativa al crecimiento del producto. En el conjunto del año 1999, el PIB se incrementó un

0,3 %, frente al –2,5 % registrado un año antes. Los datos de enero del índice de producción industrial y del indicador adelantado de actividad industrial sugieren que la actividad económica podría reanimarse a lo largo del primer trimestre de 2000. Con respecto al Reino Unido, el PIB creció un 2,9 % en tasa interanual en el cuarto trimestre (0,8 % en términos intertrimestrales), prolongando la aceleración iniciada a principios de 1999. En dicha estimación se aprecia una expansión significativa del consumo privado, que se ha visto parcialmente contrarrestada por una aportación más negativa del sector exterior. El cierre provisional del año ha situado el crecimiento del PIB real en el 2 %, dos décimas menos que en 1998. Los precios de consumo continuaron incrementándose a ritmos moderados en el mes de enero, aunque la evolución reciente de los salarios y de los precios de los inmuebles sigue generando incertidumbre sobre la evolución futura de la inflación.

Con respecto a los mercados financieros internacionales, cabe destacar que las expectativas de subidas de los tipos oficiales en Estados Unidos y Reino Unido han venido acompañadas de una reducción generalizada de la rentabilidad de los bonos a largo plazo en la primera quincena del mes de marzo. En cuanto a los mercados de valores, la bolsa de Nueva York ha experimentado, en las últimas semanas, ganancias moderadas, en un contexto de elevada volatilidad, donde los valores tradicionales se han mostrado, en general, más firmes que los de alta tecnología. En efecto: entre el 1 y 16 de marzo, el índice Dow Jones aumentó un 4,9 %, mientras que el NASDAQ se incrementó solo un 1 %. En la bolsa de Tokio, la evolución alcista del índice Nikkei se truncó a mediados de febrero, sufriendo una caída del 19 % entre esta fecha y mediados de marzo. En los mercados de divisas, el euro ha continuado depreciándose frente al dólar (2 %) y frente al yen (4,5 %) a lo largo de la primera quincena de marzo (véase gráfico 7). La divisa nipona, por su parte, tras depreciarse un 3,8 % frente al dólar entre diciembre y febrero, se ha recuperado parcialmente a lo largo de la primera mitad de marzo.

Según la primera estimación provisional de la contabilidad nacional del área del euro, referida al cuarto trimestre de 1999, el PIB creció un 3,1 % en términos interanuales, ocho décimas más que en el trimestre anterior, prolongando el perfil de aceleración iniciado en el segundo trimestre del pasado año. El crecimiento del producto en el cuarto trimestre estuvo sustentado tanto en la mayor aportación de la demanda interior como de la demanda exterior neta, pasando esta última a registrar una contri-

bución positiva (0,2 %), por primera vez desde el primer trimestre de 1998, debido sobre todo a la favorable evolución de las exportaciones. La demanda interna, por su parte, experimentó un incremento notable del 3 % en tasa interanual, mostrando una moderada aceleración respecto a los dos trimestres anteriores. Ello se debió, principalmente, al dinamismo del consumo privado —que creció un 2,6 %— y al aumento de la contribución al crecimiento de la variación de existencias (que se situó en 0,2 puntos porcentuales). El dato provisional del cuarto trimestre sitúa el crecimiento del PIB real, en el conjunto de 1999, en el 2,2 %, seis décimas menos que en 1988, como consecuencia de una contribución menos positiva de la demanda interior, ya que la contribución de la demanda exterior neta ha sido similar en ambos años (−0,5 %)

Los indicadores económicos más recientes de la zona del euro apuntan al mantenimiento de esas tendencias favorables (véase cuadro 1). Desde el punto de vista de la producción, la confianza de los empresarios creció de nuevo en febrero, mientras que la producción industrial se aceleró en diciembre como resultado de la expansión de la práctica totalidad de sus componentes. En la vertiente de la demanda, la confianza de los consumidores aumentó en febrero, manteniendo las ventas minoristas una evolución estable.

En lo que concierne a la inflación, la tasa interanual de variación del IAPC fue del 2 % en febrero (véanse cuadro 1 y gráfico 5), una décima superior a la tasa revisada de enero, debido, principalmente, al deterioro de los precios energéticos. Los precios industriales, por su parte, volvieron a acelerarse en enero, alcanzando una tasa interanual de crecimiento del 5 %. Los principales factores determinantes de la evolución alcista de la inflación del área en los últimos meses, el precio del petróleo y el tipo de cambio del euro frente al dólar no muestran signos claros de corrección. El precio del petróleo continuó su tendencia alcista durante la primera quincena de marzo, hasta situarse en un nivel medio de 29,6 \$/barril, un 16 % superior a la media de diciembre de 1999. Sin embargo, en los últimos días se está observando un cierto cambio de tendencia, en un contexto de notable incertidumbre con respecto a la decisión que tomarán los principales países productores a finales de marzo sobre la continuidad de los recortes de producción.

En materia de políticas presupuestarias, de acuerdo con las notificaciones a la Comisión Europea efectuadas por los distintos países en el mes de marzo, el déficit público del conjunto

del área descendió, en 1999, en términos de SEC 95, al 1,2 % del PIB (frente al 2 % en 1998). La mejora de los resultados presupuestarios fue sensiblemente menor en términos del saldo primario, que arrojó un superávit del 3 % del PIB (2,7 % en el ejercicio precedente).

La consolidación de unas expectativas más favorables de crecimiento económico en la zona del euro viene produciéndose en un contexto monetario y financiero caracterizado por unas condiciones de liquidez relativamente holgadas. Así, los ritmos de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios continúan siendo elevados y ha persistido la debilidad del euro frente al dólar. Este escenario ha contribuido a mantener en el mes de febrero y en la parte transcurrida de marzo los riesgos de que la inflación pudiera situarse a medio plazo por encima del objetivo definido en la estrategia de política monetaria del BCE. En este sentido, a lo largo de este período el Consejo de Gobierno del BCE ha señalado la necesidad de estar alerta ante el posible deterioro en el comportamiento de los precios y ha aumentado el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en dos ocasiones relativamente cercanas en el tiempo: primero, el día 3 de febrero (decisión ya comentada en el anterior Boletín) y, posteriormente, el 16 de marzo, en una cuantía de 25 puntos básicos en cada caso. Al final del período que se analiza, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se situaba en el 3,5 %, y los tipos de interés de las facilidades permanentes de crédito y de depósito, en el 4,5 % y el 2,5 %, respectivamente (véase gráfico 6).

Desde la elevación de los tipos de interés decidida por el Eurosistema a primeros de febrero hasta mediados de ese mes, los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron estables, repuntando posteriormente, a medida que se fueron consolidando las expectativas de nuevos aumentos de los tipos oficiales por parte del BCE. Así, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA (*European Overnight Index Average*), mostró ligeras fluctuaciones en torno al tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación durante gran parte del mes de febrero, colocándose después en niveles superiores, que alcanzaron el 3,5 % en los días previos a la segunda elevación antes mencionada. Los tipos interbancarios siguieron una evolución similar, de forma que, al final del período que se analiza, se situaban entre el 3,6 % y el 4,3 % en los plazos entre uno y doce meses, lo que representa aumentos en torno a 20 y 30 puntos básicos en relación con los niveles alcanzados a finales de enero. A su vez, los tipos negociados en el mercado de futuros y los tipos implícitos en el mercado de contado

han reflejado, en el conjunto de este período, una revisión al alza —en torno a 25 puntos básicos— de los niveles de tipos de interés a corto plazo esperados en el horizonte de los próximos seis meses (véase la parte inferior del gráfico 6). Esto pone de manifiesto que, tras las elevaciones de tipos de interés decididas por el Eurosistema, han aumentado las expectativas del mercado relativas a nuevos movimientos en los próximos meses.

Por su parte, en los mercados de deuda del área se ha interrumpido la continuada tendencia creciente que venían mostrando los tipos de interés desde el inicio del pasado año. Tras esta evolución subyace el efecto amortiguador ejercido por el comportamiento de los mercados de deuda norteamericanos en este período —en los que se ha observado un aumento de la volatilidad, junto a una reducción de los tipos de interés—, que podría haber frenado la tendencia alcista propiciada por las expectativas favorables de crecimiento económico en la UEM. Al final del período que se analiza, el tipo de interés a diez años en la UEM se situaba en torno al 5,5 %, casi 20 puntos básicos por debajo del nivel alcanzado a finales de enero. Como resultado de la evolución reciente, se ha producido una reducción de la pendiente de la curva de rendimientos (véase gráfico 6) y el diferencial de tipos a largo plazo frente a Estados Unidos ha disminuido, situándose en marzo, en términos medios mensuales, alrededor de 90 puntos básicos (véase cuadro 1).

En los mercados de divisas, el euro ha continuado depreciándose frente a las principales monedas, siguiendo la tendencia que venía mostrando desde el inicio de 1999. En particular, frente al dólar el tipo de cambio del euro se ha depreciado desde enero de este año casi un 5 % en términos de medias mensuales, a pesar de la reducción de los diferenciales de tipos de interés a corto y largo plazo entre Estados Unidos y el área del euro. A ello se ha añadido una depreciación frente al yen algo superior al 3 %, lo que, en conjunto, ha determinado que el índice del tipo de cambio efectivo nominal frente a los países desarrollados se situara a mediados de marzo casi un 3 % por debajo del nivel medio mensual alcanzado en enero (véase gráfico 7).

En los mercados de renta variable, tras la interrupción del mes de enero, las cotizaciones han reanudado en este período la pronunciada tendencia alcista que habían mostrado en el último trimestre del pasado año. Esta evolución ha estado asociada, como entonces, a las expectativas de crecientes beneficios, en un contexto de avance de la recuperación económica del área, y al proceso de fusiones y adquisicio-

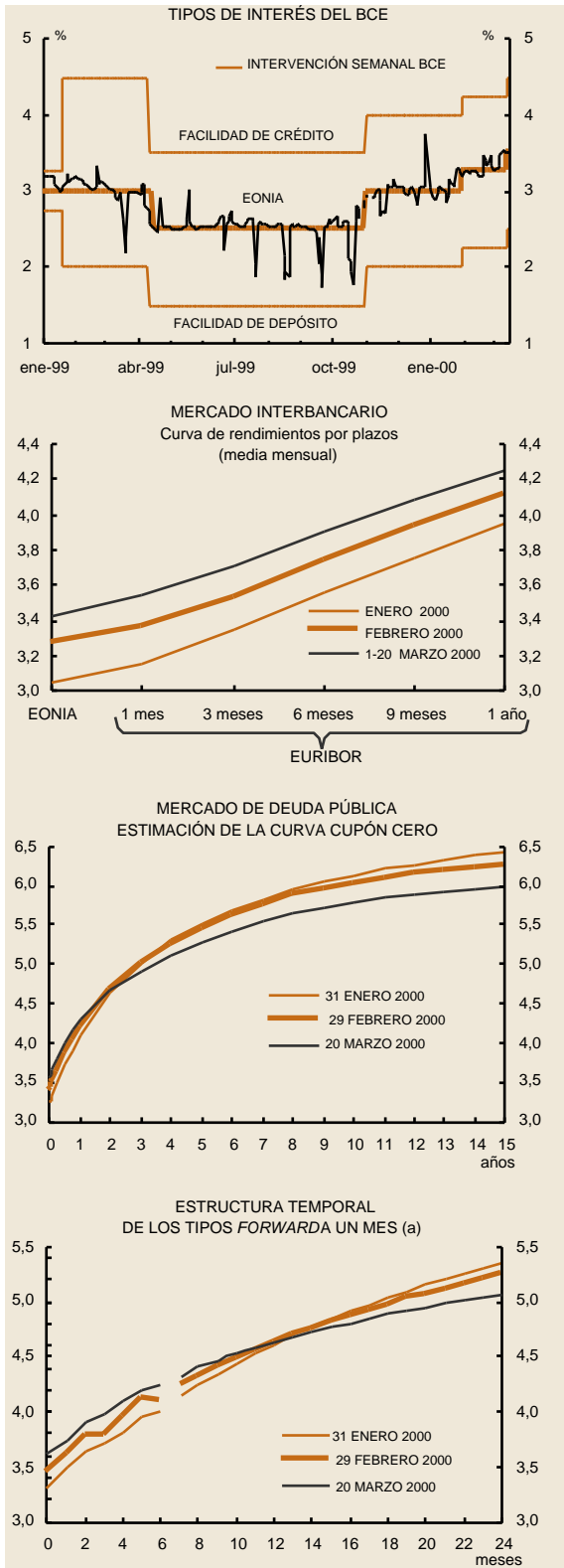
nes que se ha venido produciendo, especialmente, en los sectores de telecomunicaciones y tecnología. Esto ha permitido que, en contraste con la evolución de los mercados de renta variable estadounidenses, donde los precios disminuyeron en un entorno de alta volatilidad, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situara, a mediados de marzo, alrededor de un 12 % por encima del nivel alcanzado a finales de enero.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios y crediticios, los datos disponibles más recientes, correspondientes a enero, muestran una desaceleración de las tasas de crecimiento interanuales de M3 y del crédito al sector privado, aunque ambas variables todavía muestran unos niveles relativamente elevados. Así, el agregado M3 creció en enero, en términos interanuales, un 5 %, con lo que la media móvil de los incrementos interanuales de los últimos tres meses fue del 5,7 %, inferior al 6 % correspondiente a diciembre, pero todavía por encima del valor de referencia definido en la estrategia de política monetaria del BCE. El análisis de los componentes señala, por una parte, una reducción de las tasas interanuales de los depósitos a corto plazo, que se han visto influidas, en gran medida, por un efecto base derivado del fuerte incremento experimentado por este componente en enero del año anterior. Por otra parte, los instrumentos de mercado (cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores bancarios distintos de acciones hasta dos años) han mantenido el dinamismo que venían mostrando desde el último trimestre de 1999, con una tasa de crecimiento interanual en torno al 13 %. En conjunto, esta evolución reciente se corresponde con la redistribución de la liquidez que viene observándose en los últimos meses, con un cierto desplazamiento de las preferencias del público desde depósitos a corto plazo hacia otros activos líquidos incluidos en M3, en la medida en que los incrementos de los tipos de interés han aumentado el coste de oportunidad de mantener posiciones muy líquidas. Esto explica, en parte, la moderación de los ritmos de expansión del agregado M1 desde que, en septiembre del pasado año, alcanzase un crecimiento interanual en torno al 13 %; en enero, la tasa interanual de este agregado se ha situado en el 9 %. En cualquier caso, este incremento resulta todavía muy elevado si se compara con el ritmo de expansión del gasto nominal en la UEM.

Por lo que se refiere a los créditos de las IFM, la financiación total concedida a los sectores residentes en la zona del euro se ha desacelerado en enero, alcanzando una tasa de crecimiento interanual del 7,4 %, frente al 8,2 % en el mes precedente. Tras esta evolución subya-

GRÁFICO 6

**Tipos de interés en la zona del euro**



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.  
 (a) Implícitos hasta seis meses en los tipos EURIBOR y estimados con la curva cupón cero para horizontes mayores.

GRÁFICO 7

**Tipos de cambio nominales del euro frente al dólar y al yen (a)**



Fuente: Banco de España.

ce, como en meses anteriores, un comportamiento dispar entre el sector privado, con un ritmo de expansión interanual del 9,5 % (10,5 % en diciembre), y las Administraciones Públicas, con un crecimiento interanual del 1,6 % (1,8 % en diciembre). Aunque es pronto para valorarlo, la desaceleración del crédito al sector privado que se viene observando en los últimos meses podría estar reflejando la influencia de la elevación de los tipos activos bancarios observada desde mediados de 1999. En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la posición acreedora de las IFM frente al exterior ha disminuido en enero en 51 mm, lo que, en términos anuales, ha determinado una reducción de la posición neta de las IFM frente al exterior de 181 mm, que ha financiado un ritmo de crecimiento del crédito muy superior a la expansión de los pasivos frente a los residentes del área. Por último, la tasa de aumento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM ha disminuido en enero hasta el 5 % (6,1 % en diciembre).

Al cierre de este Boletín, el BCE ha publicado la información correspondiente a la evolución monetaria y crediticia en febrero. De

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999		2000		
	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR (a)
<b>BANCARIOS:</b>							
Tipo sintético pasivo	3,22	2,06	1,87	1,98	1,98	2,06	...
Tipo sintético activo	6,54	5,15	5,01	5,03	5,10	5,33	...
<b>TESORO:</b>							
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	2,95	3,55	3,75	3,87	3,95	4,09
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,54	4,55	4,56	4,83	5,04	5,02
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,32	5,36	5,38	5,79	5,77	5,73
<b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>							
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	2,88	3,36	3,60	3,58	3,83	3,89
Deuda pública a diez años	5,64	4,08	5,28	5,37	5,76	5,73	5,57
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,23	0,19	0,20	0,22	0,21
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	37,19	10,35	16,22	-3,36	11,42	8,43
Diferencial pagarés de empresa con letras del Tesoro	0,15	0,33	0,33	0,17	0,33	0,27	...
Diferencial obligaciones privadas con deuda pública a más de dos años	0,17	0,58	0,22	0,21	0,26	0,12	...

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios, hasta el 23 de marzo.  
(b) Tipo de interés marginal.  
(c) Medias mensuales.  
(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

acuerdo con estos datos, el crecimiento de M3 se ha acelerado, alcanzando una tasa interanual del 6,2 % en febrero, impulsado, entre otros factores, por el incremento de los depósitos a la vista. Asimismo, el ritmo de expansión del crédito al sector privado ha aumentado un punto porcentual en términos interanuales, con lo que su tasa de avance se situó en el 10,5 % en febrero. En ambos casos, esto supone retomar los ritmos de crecimiento que se experimentaban a finales de 1999 y que se habían moderado en enero de 2000.

#### 4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

A diferencia del mes de febrero, en que la tónica dominante en los mercados financieros nacionales fue la continuación del proceso de aumento generalizado de los tipos de interés, durante la parte transcurrida de marzo la trayectoria de los tipos de interés fue diferente, dependiendo de los plazos de negociación. Así, al igual que en los mercados financieros del resto de la UEM, mientras que las rentabilidades negociadas en los mercados de largo plazo se mantuvieron relativamente estables, e incluso experimentaron pequeñas disminuciones,

los tipos de interés a corto plazo mostraron ligeros repuntes, que fueron acentuándose en las jornadas previas a la última elevación de los tipos de interés oficiales del Eurosistema el día 16 de marzo. Como se observa en el cuadro 2, considerando la media mensual de los tipos de interés en marzo hasta la fecha de cierre de este Boletín, en relación con la del mes de enero, los tipos de las letras del Tesoro en el mercado secundario aumentaron 30 puntos básicos, mientras que los rendimientos de la deuda pública a diez años disminuyeron casi 20 puntos básicos en el mismo período. De esta forma, el diferencial entre la deuda pública a diez años y las letras del Tesoro, que se elevaba casi a 220 puntos básicos en enero, se redujo a 170 puntos básicos en marzo, lo que supone un nivel más razonable. Por su parte, el diferencial de la deuda española a diez años frente al bono alemán permaneció en marzo en los niveles alcanzados en los últimos meses, en torno a 20 puntos básicos.

Por lo que se refiere a los tipos de interés bancarios, la última información disponible señala que durante el mes de febrero las entidades de crédito españolas han continuado aumentando los tipos de interés que aplican a su clientela en las operaciones de crédito y de



CUADRO 3

**Activos financieros líquidos (AFL) de las familias y empresas no financieras (a)  
Crecimiento interanual (T1, 12)**

	2000	1997	1998	1999		2000
	ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE
1. Activos financieros líquidos (2 + 3) = (4 + 7)	553,0	7,0	5,4	4,1	4,3	3,1
2. Medios de pago	263,7	11,6	14,8	14,2	12,0	10,6
3. Otros activos financieros	289,3	4,0	-1,1	-3,6	-2,0	-2,9
4. Familias (5 + 6)	450,7	6,4	3,6	1,2	1,9	0,8
5. Medios de pago	200,4	7,0	8,9	15,1	14,1	12,4
6. Otros activos financieros	250,3	6,0	0,4	-7,6	-6,2	-6,9
7. Empresas no financieras (8 + 9)	102,3	10,6	15,3	18,9	16,2	14,8
8. Medios de pago	63,3	32,9	36,7	11,3	5,9	5,4
9. Otros activos financieros	39,0	-9,8	-13,6	33,5	38,1	34,4
PRO MEMORIA:						
10. Fondos de inversión (11 a 13) (c)	188,3	47,9	39,3	-0,3	-0,5	-9,8
11. FIAMM	39,0	4,2	-10,3	-11,1	-8,4	-7,8
12. FIM de renta fija	79,1	31,2	25,5	-19,4	-22,1	-26,3
13. Resto de fondos de inversión	70,2	12,5	24,1	30,2	30,1	24,3

Fuente: Banco de España.

(a) La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Variación interanual del saldo.

depósito, transmitiendo, así, el gradual encarecimiento del dinero decidido por el Eurosistema en los últimos meses. La transmisión ha sido más intensa en el caso de las operaciones activas, cuyo tipo de interés sintético se situó en febrero en el 5,3 %, casi un cuarto de punto por encima del alcanzado el mes anterior, mientras que el tipo de interés de los depósitos apenas se incrementó en diez puntos básicos, hasta el 2 %.

En la parte transcurrida de marzo, aunque los mercados bursátiles nacionales mantuvieron un comportamiento favorable, en un entorno de buenas perspectivas económicas, la cotización de los valores tecnológicos experimentó ciertos altibajos que atenuaron las ganancias acumuladas durante el mes anterior. Así, el Índice General de la Bolsa de Madrid alcanzó el día 23 de marzo una revalorización acumulada en lo que va de año algo superior al 8 %. Pese a ello, la rentabilidad acumulada en el mercado español de renta variable continúa siendo superior a la observada en las principales bolsas internacionales, a excepción de algunas europeas, tales como la alemana, la italiana y la portuguesa.

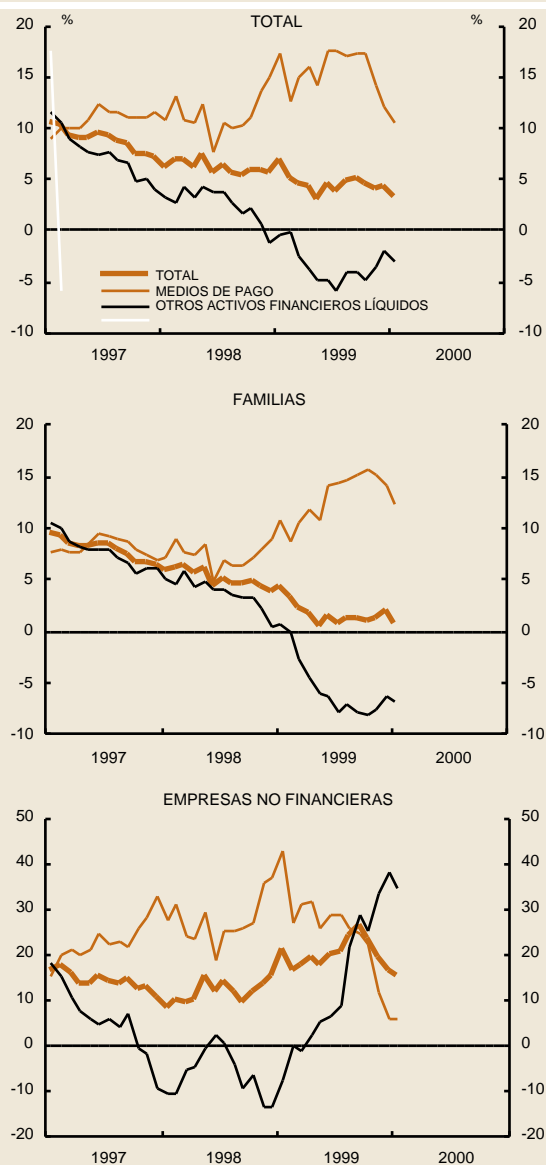
En enero siguió observándose la tendencia hacia la desaceleración de los activos financieros líquidos (AFL) en poder de las empresas no financieras y de las familias que se viene cons-

tatando desde comienzos de 1997 (véase gráfico 8), alcanzándose en dicho mes una tasa interanual de crecimiento del 3 %. Este nuevo descenso se explica, en parte, por un efecto base, ya que en enero de 1999 se produjo una aceleración en el crecimiento de los activos líquidos que hace que, al considerarse ahora ese mes como referencia de la tasa interanual de enero del 2000, esta muestre una cierta disminución. Este menor crecimiento de la liquidez se reflejó tanto en el componente de medios de pago como en el de los otros activos financieros líquidos. Así, los primeros se expandieron en enero a un ritmo interanual cercano al 11 %, porcentaje muy inferior al registrado en meses anteriores, mientras que la recuperación que mostró el resto de activos financieros líquidos el pasado diciembre revirtió ligeramente este último mes, situándose la tasa de variación interanual en el -3 %.

Por instrumentos, en líneas generales se observa el mantenimiento de la estructura de las carteras de los agentes privados nacionales definida a finales del pasado año, caracterizada por una caída de las posiciones más líquidas, en favor de otros activos financieros de mayor plazo o riesgo. En concreto, frente a la desaceleración de los depósitos a la vista y de ahorro, y de la demanda de efectivo, una vez superada la incertidumbre ligada a la transición al año

GRÁFICO 8

**Activos financieros líquidos (AFL) de las familias y empresas no financieras Tasas interanuales**

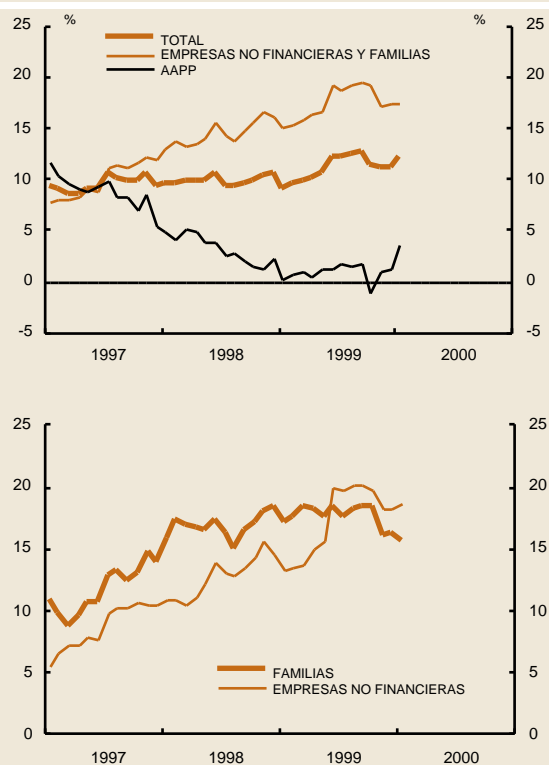


Fuente: Banco de España.

2000, son los depósitos a plazo y los valores bancarios los que mantienen en los últimos meses una evolución ascendente, relacionada con su mejor tratamiento fiscal. Así, entre diciembre de 1998 y diciembre de 1999 el saldo de depósitos a más de dos años mantenidos por el sector privado casi se ha triplicado, alcanzando un importe de 28 mm de euros a finales del pasado año. Por su parte, en línea con lo ocurrido en 1999, las participaciones en fondos de inversión incluidos en los AFL —FIAMM y FIM de renta fija— continuaron disminuyendo en enero, mientras que, por el contrario, el patrimonio

GRÁFICO 9

**Financiación de las familias, las empresas no financieras y las AAPP Tasas interanuales**



Fuente: Banco de España.

del resto de fondos —básicamente, los fondos de renta variable y los internacionales— volvió a aumentar. No obstante, la información disponible, aunque provisional, revela que, en el caso de los fondos de renta variable, dicho incremento de patrimonio es atribuible en su totalidad a un efecto de revalorización, mientras que en los fondos internacionales dicho efecto explica algo más de la mitad del incremento, siendo el resto resultado del aumento de las suscripciones netas. La definición ampliada de los activos financieros líquidos, que incluye la totalidad de las participaciones en fondos de inversión, creció en enero a una tasa interanual del 7 %, más próxima a la expansión del gasto nominal de la economía.

Analizando la evolución de los activos financieros líquidos por sectores, se observa que, en el caso de las familias, los medios de pago mostraron un ritmo de avance elevado en enero, aunque mantuvieron la tendencia de desaceleración de meses anteriores. Esto, junto con el crecimiento negativo del resto de los activos financieros líquidos, de casi el 7 %, dio lugar a que la tasa de expansión interanual de

CUADRO 4

**Financiación de las familias, empresas no financieras y las Administraciones Públicas (a)  
Crecimiento interanual (T1, 12)**

	2000	1997	1998	1999		2000
	ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE
1. Financiación total (2 + 5)	907,8	9,1	10,4	11,1	11,2	12,1
2. Empresas no financieras y familias (3 + 4)	596,4	11,9	16,2	17,2	17,3	17,2
3. Familias	264,0	13,9	18,3	16,0	16,3	15,5
4. Empresas no financieras	332,4	10,3	14,5	18,2	18,2	18,6
5. Administraciones Públicas	311,4	5,3	2,2	0,9	1,1	3,5

Fuente: Banco de España.

(a) La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

(b) Saldo en miles de millones de euros.

los activos financieros líquidos de este sector se redujera hasta el 0,8 % (véase cuadro 3). Respecto a los medios de pago, son los depósitos bancarios y, en concreto, los depósitos a la vista los que muestran una mayor reducción. Por su parte, la demanda de efectivo, tras el repunte de diciembre de 1999, cifrado en dos puntos porcentuales, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 8 %, se ha moderado y en enero su tasa de crecimiento interanual se ha situado por debajo del 7 %. En cuanto al resto de activos financieros líquidos mantenidos por las familias, cabe destacar que, en este mes, junto a una nueva disminución de las participaciones en FIAMM y FIM, se ha producido una desaceleración del ritmo de avance de los valores bancarios, mientras que los depósitos a plazo han mostrado un significativo aumento.

Por lo que respecta a las empresas no financieras, su cartera de activos financieros líquidos registró en enero una ligera reducción de su ritmo de crecimiento interanual, hasta situarse en tasas cercanas al 15 %. Esta trayectoria vino explicada por la menor expansión de los otros activos líquidos y también de los medios de pago. En el primer caso, la caída en cuatro puntos de la tasa interanual de crecimiento, hasta el 34 %, se explica por una contracción generalizada de todos los instrumentos (depósitos a plazo, valores bancarios y participaciones en fondos de inversión).

La información provisional disponible para el mes de febrero muestra que sigue la desaceleración del ritmo de crecimiento de los activos financieros líquidos, con una tasa de expansión interanual ligeramente inferior al 3 %, aunque la contribución de sus componentes presenta ciertas diferencias en relación con los últimos meses. En concreto, los medios de pago, que

venían manteniendo una tendencia a la baja desde el último trimestre de 1999, han experimentado en febrero una expansión significativa, impulsados por el comportamiento de los depósitos a la vista. Por su parte, los otros activos financieros líquidos intensificaron notablemente su ritmo de descenso, registrando una tasa próxima al -5 %. Esta disminución se explica, sobre todo, por las mayores caídas de las participaciones en los fondos de inversión, que no fueron compensadas por el continuado aumento de los depósitos a plazo.

En cuanto a la financiación concedida a los sectores residentes, en enero continuaron observándose las mismas pautas de comportamiento de meses anteriores: se mantuvieron los crecimientos elevados y sostenidos de la financiación proporcionada a las empresas no financieras y a las familias (17 % en enero, en términos interanuales), en un contexto económico muy dinámico y de tipos de interés todavía reducidos, aunque crecientes, y se produjo un notable avance en la financiación otorgada a las Administraciones Públicas (véanse cuadro 4 y gráfico 9). En conjunto, la financiación concedida a los sectores residentes no financieros se expandió a un ritmo interanual del 12 %, algo superior al de los últimos años.

Un análisis más pormenorizado del sector privado permite observar que, en enero, la financiación a las empresas no financieras —que recoge los créditos intermediados por entidades de crédito tanto residentes como no residentes y los recursos obtenidos mediante la emisión de valores de renta fija— mostró un crecimiento muy elevado, con tasas superiores al 18 %, mientras que la obtenida por las familias, aunque mantuvo una fuerte expansión (15,8 %), fue ligeramente inferior a la observada a finales de 1999 y en 1998.

La información provisional referente al mes de febrero muestra una moderación de la financiación recibida por las empresas no financieras y las familias, hasta tasas próximas al 16 %, tres puntos porcentuales por debajo del ritmo que se observaba en el tercer trimestre de 1999.

Finalmente, la financiación recibida por las Administraciones Públicas registró una fuerte aceleración de su ritmo de crecimiento interanual, que pasó del 1 % en diciembre de 1999 al 3,5 % en enero. Este incremento se debió, en

gran parte, al aumento del déficit de caja del Estado en enero, que fue, a su vez, consecuencia de los elevados pagos por intereses que se concentraron en dicho mes y que no responden a un perfil estacional. Por instrumentos, esta evolución es el resultado de una expansión del saldo de valores a corto plazo, mientras que los de largo plazo experimentaron una pequeña reducción. Por su parte, el crédito bancario siguió contrayéndose, aunque permanece estabilizado en tasas en torno al -3 %.

28.3.2000.

---

# Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1999 y avance de cierre del ejercicio (1)

## 1. INTRODUCCIÓN

De la información recogida por la Central de Balances Trimestral (CBT) en el período más reciente, se deduce una reactivación durante el cuarto trimestre de 1999, respecto a la evolución constatada en los trimestres previos de ese año. Sin embargo, las tasas de evolución nominal referidas al cierre provisional de la CBT para 1999 muestran una caída de la actividad respecto al cierre provisional de 1998 según esta misma fuente (2,8 %, frente al 4,2 %), aunque es evidente que, cuando se disponga de datos de cierre de la CBA para 1999, se obtendrá una evolución del período acorde con los avances de la contabilidad nacional, dado que quedarán corregidos los sesgos a la baja de la muestra de la CBT (2), que, entre otras cosas, está incorporando a su evolución nominal caídas de precios no extrapolables al total nacional.

La evolución de las exportaciones y el mantenimiento de la fortaleza de la demanda interior explican la positiva situación de las industrias manufactureras en el último trimestre de 1999 [su valor añadido bruto (VAB) se incrementó un 5,8 % durante este período en relación con el cuarto trimestre de 1998]. Esta evolución, que también es extensiva al comercio y, en menor medida, al comportamiento de otros servicios, permitió que, para el conjunto del año 1999, se mantuvieran tasas positivas de crecimiento, aunque con el ritmo más moderado antes reseñado. Esta moderación está motivada tanto por el efecto de subidas de precios de los consumos intermedios de petróleo como, desde el lado de la producción, por las reducciones de precios y tarifas, a consecuencia del proceso de liberalización de las comunicaciones y del sector eléctrico, sectores que, al estar sobrerrepresentados en la muestra de la CBT, contribuyen a reducir la tasa de crecimiento del total de las empresas.

Los gastos de personal aumentaron de forma moderada en el conjunto de 1999 (1,4 %), si bien en la última parte del año crecieron con mayor intensidad, en coherencia con la evolución de la actividad. El aumento en el cuarto trimestre de 1999 obedece al crecimiento tanto

---

(1) La información publicada en este artículo se ha elaborado a partir de los datos recibidos hasta el 15 de marzo de 2000 de las empresas colaboradoras con la CBT (unas 784, por término medio, durante los cuatro trimestres de 1999). En conjunto, este agregado de empresas representa el 16,5 % de la actividad del sector de empresas no financieras (medida en términos de cobertura sobre VAB del citado sector).

(2) Para 1998 la CBA recogió una evolución nominal de la actividad del 6,7 %, frente al 4,2 % anticipado por la CBT.

CUADRO 1

**Cuenta de resultados. Evolución interanual**  
**(Tasas de crecimiento sobre las mismas empresas en igual período del año anterior/  
 % sobre el VABcf en el caso del resultado)**

Bases	Central de Balances Anual			Central de Balances Trimestral			
	1996	1997	1998	I a IV 96/ I a IV 95 (a)	I a IV 97/ I a IV 96 (a)	I a IV 98/ I a IV 97 (a)	I a IV 99/ I a IV 98 (a)
Número de empresas / Cobertura total nacional	8019/38,6 %	7953/38,3 %	6342/35,4 %	727/20,9 %	725/20,7 %	832/19,9 %	784/16,5 %
<b>1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN</b> (incluidas subvenciones)	5,7	10,1	6,3	6,7	8,1	3,2	9,4
De ella:							
1. Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación	6,6	10,0	6,9	7,2	7,8	3,5	10,2
<b>2. CONSUMOS INTERMEDIOS</b> (incluidos tributos)	7,3	11,7	6,0	10,0	10,0	2,5	14,1
De ellos:							
1. Compras netas	6,0	11,9	3,4	10,2	9,8	1,0	17,2
2. Otros gastos de explotación	8,9	10,9	10,8	8,4	9,3	7,0	9,6
<b>S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES</b>	<u>2,8</u>	<u>7,1</u>	<u>6,7</u>	<u>2,1</u>	<u>5,2</u>	<u>4,2</u>	<u>2,8</u>
<b>3. Gastos de personal</b>	<u>3,9</u>	<u>4,1</u>	<u>5,1</u>	<u>3,2</u>	<u>2,2</u>	<u>3,2</u>	<u>1,4</u>
<b>S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN</b>	<u>1,5</u>	<u>11,0</u>	<u>8,6</u>	<u>1,1</u>	<u>7,8</u>	<u>5,1</u>	<u>3,9</u>
4. Ingresos financieros	5,1	11,2	10,0	13,3	19,4	15,3	24,8
5. Gastos financieros	-12,9	-13,4	-8,6	-11,8	-15,5	-8,9	-6,9
6. Impuesto sobre beneficios	9,8	21,8	31,9	5,7	20,4	17,7	21,3
<b>S.3. RECURSOS GENERADOS</b>	5,6	16,8	10,0	7,2	14,9	8,6	8,0
7. Amortizaciones y provisiones	-4,0	25,7	18,0	3,6	16,5	-5,2	5,5
<b>S.4. RESULTADO NETO (% sobre el VAB al coste de los factores)</b>	11,1	15,0	15,9	13,0	15,8	19,0	19,8
<b>RENTABILIDADES</b>							
R.1. Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos) (b)	7,3	7,6	8,4	7,6	8,0	8,9	8,7
R.2. Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	8,0	6,7	5,7	8,4	7,5	6,4	4,8
R.3. Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos) (b)	6,9	8,1	9,7	7,2	8,2	10,0	10,6
R.4. <i>Ratio</i> de endeudamiento	42,6	38,9	39,3	42,2	37,2	37,3	38,4
R.5. Apalancamiento (R.1 – R.2) (b)	-0,8	0,9	2,7	-0,9	0,6	2,5	3,9

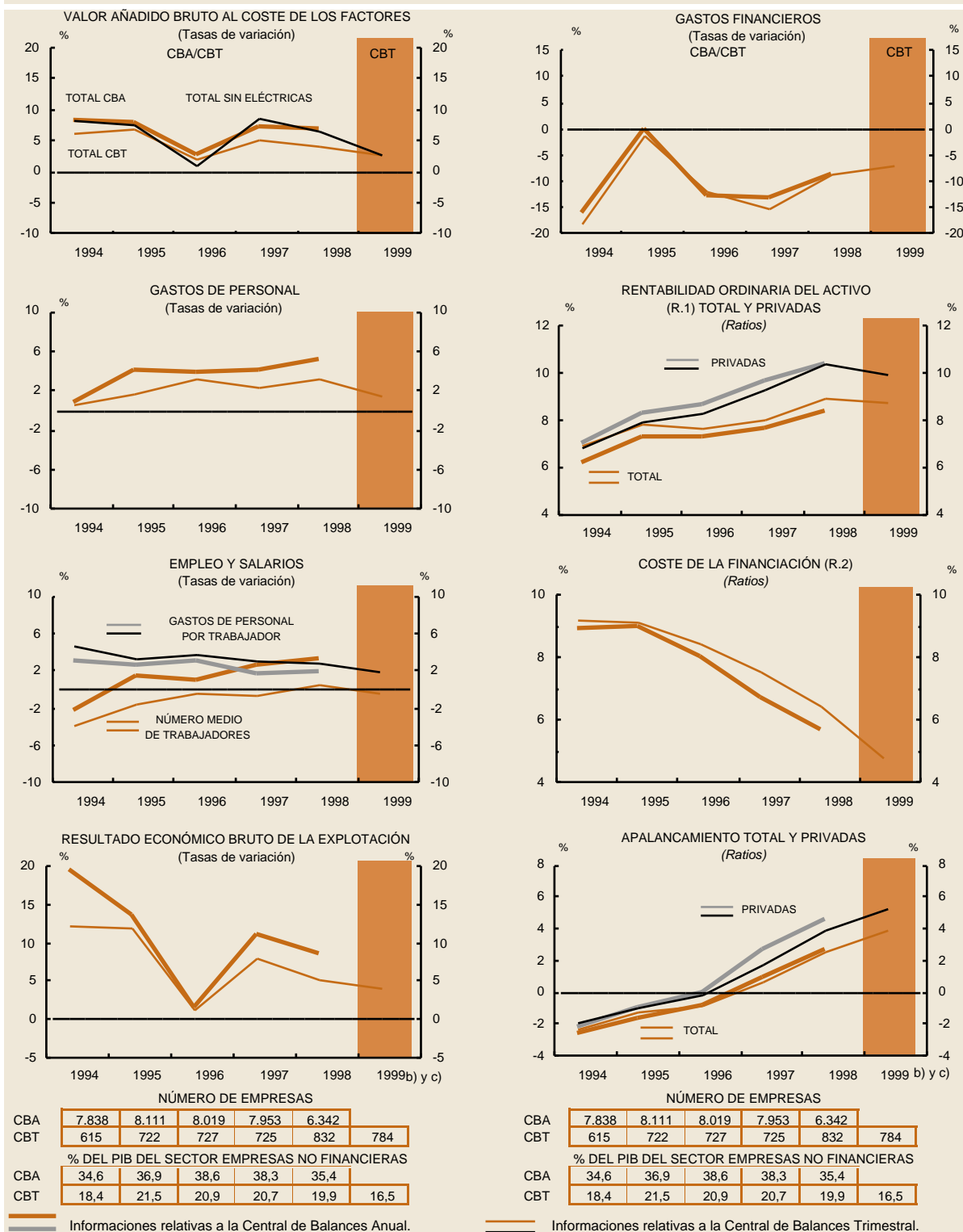
Fuente: Banco de España.

(a) Todos los datos de esta columna se han calculado como media aritmética de los datos trimestrales.

 (b) *Ratios* calculadas según la nueva metodología, explicada en la monografía anual de la Central de Balances.

GRÁFICO 1

Empresas no financieras que colaboran con la Central de Balances (a)



Fuente: Banco de España.

- (a) Información disponible hasta el 15 de marzo de 2000 (CBA y CBT).
- (b) Datos de 1994, 1995, 1996, 1997 y 1998 a partir de las empresas que han colaborado con la encuesta anual (CBA) y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).
- (c) Datos de 1999: media de los cuatro trimestres de 1999 sobre igual período de 1998.

de las plantillas como de las remuneraciones medias. No obstante, en el conjunto del año se mantuvo la moderación salarial de los períodos previos, como pone de manifiesto el que la tasa de crecimiento de los gastos por trabajador durante los cuatro trimestres de 1999, respecto al mismo período del año anterior, ascendiera a un 1,8 %. Esta contención de los gastos laborales ayudó a las empresas de la muestra a absorber las subidas de precios de los consumos intermedios y las reducciones de precios de los bienes producidos, moderando el impacto de ambos efectos sobre la evolución de los márgenes o excedentes empresariales, que, como en los dos años anteriores, siguieron creciendo por encima de los gastos de personal. Como se ha venido informando en anteriores ediciones de este artículo, el crecimiento experimentado en los últimos años ha tenido un claro reflejo en los datos de empleo de las empresas de la muestra, que han venido reflejando incrementos netos desde 1995 en la CBA y durante 1998 en la CBT. El crecimiento observado de las plantillas durante 1999 en la mayoría de las empresas de la muestra de la CBT no se refleja en la tasa total, que registra una caída de un 0,4 %, aunque queda en evidencia en la de trabajadores no fijos, con un crecimiento de un 5 %. La evolución del empleo total en la muestra pone en evidencia la pervivencia de procesos aislados de reestructuración en algunas grandes empresas pertenecientes a sectores en proceso de liberalización (comunicaciones y electricidad), como se ha comentado en artículos precedentes. Por otra parte, es obvio que la moderación de los gastos de personal por trabajador durante 1999 está influida por el menor coste de las nuevas contrataciones. No obstante, la serie trimestral muestra un repunte de los gastos de personal por trabajador en el último trimestre de 1999 que puede ser reflejo de la evolución de los precios de consumo y que deberá ser analizado a la luz de los datos que se recojan en los próximos trimestres.

En el conjunto de 1999, la expansión en la actividad y la contención en los gastos de personal llevó a que se aumentara el excedente o margen de explotación de las empresas de la muestra, si bien con un menor ritmo que en el año precedente. Por su parte, los gastos financieros continuaron reduciéndose de forma paulatina (cayeron un 6,9 %), lo que, como viene siendo habitual en los últimos años, permitió mantener los niveles de rentabilidad alcanzados en 1998, y contribuir a la positiva evolución de los recursos generados. Por último, en la parte final de la cuenta de resultados queda de manifiesto una caída importante de los «otros ingresos netos» (plusvalías menos minusvalías e ingresos menos gastos extraordinarios), y un crecimiento de las amortizaciones y provisio-

nes. La negativa evolución de ambas rúbricas respecto al período precedente se debe a la realización de gastos extraordinarios y nuevas dotaciones destinados a cubrir los costes de reestructuración y modernización, que afectan a pocas empresas, pero de gran dimensión, pertenecientes a sectores en proceso de liberalización. En cualquier caso, y a pesar de este aumento de gastos extraordinarios y del incremento de las dotaciones, el resultado neto se mantiene a un nivel ligeramente superior a 1998 (supone, aproximadamente, un 20 % del VAB).

En resumen, a finales de 1999 se ha acelerado el ritmo de crecimiento de la actividad de las empresas de la CBT que había ido perdiendo pulso a lo largo de los tres primeros trimestres del año. Esa recuperación se ha debido, fundamentalmente, a la evolución de las industrias manufactureras y del sector comercio, que es fiel reflejo de la evolución de las exportaciones y la demanda interior, según ponen de manifiesto otros indicadores. La consolidación de esta trayectoria depende en gran medida de la evolución de los precios de los factores de producción y de la continuidad de la moderación de los salarios y de los márgenes empresariales. Las *ratios* de rentabilidad siguen en valores máximos, al igual que el nivel de apalancamiento (rentabilidad del activo menos coste de la financiación), aunque cabe esperar que, dada la trayectoria de los tipos de interés, el descenso de los costes financieros tienda a ajustarse, tras su disminución interrumpida desde el primer trimestre de 1996.

## 2. ACTIVIDAD. EVOLUCIÓN DEL VALOR AÑADIDO BRUTO NOMINAL

La información obtenida por la CBT sobre 1999 confirma que la actividad empresarial continuó creciendo, aunque a un ritmo más moderado que en el año anterior [la tasa de variación nominal del Valor Añadido Bruto (VAB) para 1999 fue del 2,8 %, frente al 4,2 % del año 1998; véanse cuadro 1 y gráfico 1]. El dato de 1999 viene afectado por varios factores contrapuestos: por un lado, el buen comportamiento de la producción destinada a la demanda interior, que a lo largo de todo el año registró un ritmo sostenido de crecimiento, erigiéndose en motor de la economía productiva en los primeros trimestres del año, en los que se dejaron notar los efectos de la crisis internacional. Por otro, la reactivación de las exportaciones, de modo especialmente acusado en el último trimestre de 1999, en el que las empresas manufactureras experimentaron un notable impulso en sus cifras de negocios y valor aña-



CUADRO 2.a

**Valor añadido, trabajadores, gastos de personal y gastos de personal por trabajador**  
**Detalles según tamaño, naturaleza y actividad principal de las empresas**  
**(Tasas de crecimiento sobre las mismas empresas en igual período del año anterior)**

	Valor añadido bruto al coste de los factores				Trabajadores (media del período)				Gastos de personal				Gastos de personal por trabajador			
	CBA		CBT		CBA		CBT		CBA		CBT		CBA		CBT	
	1997	1998	I a IV 98 (a)	I a IV 99 (a)	1997	1998	I a IV 98 (a)	I a IV 99 (a)	1997	1998	I a IV 98 (a)	I a IV 99 (a)	1997	1998	I a IV 98 (a)	I a IV 99 (a)
<b>Total</b>	<b>7,1</b>	<b>6,7</b>	<b>4,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>4,1</b>	<b>5,1</b>	<b>3,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>1,8</b>
<b>Total, excepto sector eléctrico</b>	<b>9,1</b>	<b>7,9</b>	<b>6,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>4,4</b>	<b>5,6</b>	<b>3,9</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>
<b>TAMAÑOS:</b>																
Pequeñas	8,3	8,3	—	—	4,0	4,3	—	—	6,5	7,3	—	—	2,4	2,9	—	—
Medianas	10,3	10,2	8,6	6,0	3,8	5,7	3,4	5,3	7,1	8,8	6,9	7,0	3,1	2,9	3,3	1,6
Grandes	6,6	6,2	4,0	2,5	2,2	2,7	0,2	-1,0	3,5	4,5	2,9	0,9	1,2	1,7	2,7	1,8
<b>NATURALEZA:</b>																
Públicas	-0,9	5,2	4,5	5,7	-2,8	-1,3	0,2	0,7	-0,2	2,0	2,9	3,9	2,6	3,4	2,7	3,2
Privadas	9,2	6,9	4,1	2,4	4,0	4,3	0,6	-0,7	5,3	5,8	3,3	0,6	1,2	1,5	2,7	1,3
<b>DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA:</b>																
Industrias manufactureras	11,0	6,7	6,9	0,5	1,0	2,2	1,6	-0,8	4,0	5,6	4,9	1,8	3,0	3,3	3,3	2,7
Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	-4,3	0,1	-3,2	3,6	-1,5	-5,9	-6,1	-7,4	-0,4	-1,9	-2,4	-5,8	1,1	4,3	3,9	1,8
Comercio	9,5	14,2	12,7	8,7	3,1	8,2	3,5	6,3	4,9	9,4	5,9	8,1	1,8	1,1	2,3	1,7
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	8,5	5,6	4,0	1,2	-1,1	-0,5	-1,6	-5,5	2,1	3,2	1,3	-1,3	3,2	3,7	3,0	4,6

Fuente: Banco de España.

(a) Todos los datos de estas columnas se han calculado como media aritmética de los datos trimestrales.

CUADRO 2.b

**Empleo y gastos de personal**  
**Detalle según evolución del empleo**

	Total empresas CBT I a IV 1999	Empresas que incrementan (o no varían) el número de trabajadores	Empresas que disminuyen el número de trabajadores
<b>Número de empresas</b>	<b>784</b>	<b>466</b>	<b>318</b>
<b>Gastos de personal</b>			
Situación inicial I a IV 1998 (millones de euros)	18.429,8	7.945,2	10.484,6
Tasa I a IV 99 / I a IV 98	1,4	9,5	-4,8
<b>Remuneraciones medias</b>			
Situación inicial I a IV 1998 (euros)	34.866,5	31.403,9	37.579,2
Tasa I a IV 99 / I a IV 98	1,8	1,2	3,8
<b>Número de trabajadores</b>			
Situación inicial I a IV 1998 (miles)	532	253	279
Tasa I a IV 99 / I a IV 98	-0,4	8,3	-8,3
<b>Fijos</b>			
Situación inicial I a IV 1998 (miles)	466	203	263
Tasa I a IV 99 / I a IV 98	-1,2	7,0	-7,5
<b>No fijos</b>			
Situación inicial I a IV 1998 (miles)	66	51	15
Tasa I a IV 99 / I a IV 98	5,0	13,2	-21,6

Fuente: Banco de España.

dido (su VAB creció un 5,8 %, en términos nominales, en el cuarto trimestre de 1999; véanse cuadro 2.a y recuadro 1). Finalmente, la dispar evolución detectada entre la caída en los precios de venta de algunos sectores productivos (se redujeron las tarifas aplicadas en los sectores que están abriéndose al mercado) y el aumento del precio del petróleo y de otros consumos intermedios importados tuvieron un efecto contractivo sobre el VAB. Como muestra, el incremento nominal de la cifra de compras fue del 17,2 % en 1999 (33,5 % en el cuarto trimestre), frente al 1 % de 1998. Si se eliminaran las empresas del sector de refino de petróleo, las tasas de 1999 se reducirían de forma drástica (caída en ocho puntos en la anual, y en veinte puntos en la del último trimestre). Los aumentos en los consumos intermedios se han producido en un contexto de mayor integración con los mercados exteriores y liberalización, lo que ha llevado a que no hayan podido ser enteramente repercutidos en la cifra de negocios de estas empresas: el VAB en estructura sobre la producción, se redujo en más de dos puntos en el total del año. El cuadro 3 facilita algunas informaciones estructurales sobre estas varia-

CUADRO 3

**Evolución de las compras y de la cifra de negocios de las empresas que informan sobre la procedencia de sus compras y el destino de sus ventas**  
**Estructura**

	Central de Balances Anual		Central de Balances Trimestral	
	1997	1998	I a IV 98 (a)	I a IV 99 (a)
<b>Total empresas</b>	<b>7.953</b>	<b>6.342</b>	<b>832</b>	<b>784</b>
Empresas que informan sobre procedencia/destino	7.953	6.342	779	735
	%	%	%	%
<b>Compras netas</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
PROCEDENCIA DE LAS COMPRAS:				
España	66,2	65,4	68,4	74,5
Total exterior	33,8	34,6	31,6	25,5
<i>Países de la UE</i>	22,1	23,9	23,6	16,8
<i>Terceros países</i>	11,7	10,8	8,0	8,7
<b>Importe neto de la cifra de negocios</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
DESTINO DE LAS VENTAS:				
España	80,3	79,7	85,7	88,4
Total exterior	19,7	20,3	14,3	11,6
<i>Países de la UE</i>	14,6	15,2	10,8	7,8
<i>Terceros países</i>	5,1	5,1	3,5	3,7

Fuente: Banco de España.

(a) Todos los datos de estas columnas se han calculado como media aritmética de los correspondientes trimestres que las componen, incluido el dato número de empresas.

bles. Por sectores de actividad, destaca el del Comercio, que creció con intensidad y por encima del resto de sectores, aunque con una tasa menor que la registrada en 1998 (8,7 % en 1999, frente al 12,7 % del año anterior). En cuanto al sector de Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua, hay que destacar el gran incremento que experimentó la demanda eléctrica en 1999 (el 6,5 %) (3), una muestra más del dinamismo que atraviesa la economía, y que le llevó a aumentar su valor añadido (un 3,6 %), incluso a pesar de la contracción derivada de las bajadas en las tarifas y de la menor hidraulicidad registrada en el conjunto del año 1999. Finalmente, el sector de Transportes y comunicaciones presentó un ligero crecimiento, del 1,2 % nominal, como resultado de una actividad creciente, en términos reales, aunque no se puso de manifiesto en sus cifras nominales. A lo largo de 1999 el sector se fue abriendo progresivamente a la competencia, con la introducción de nuevos

operadores, tanto en telefonía fija como en móviles, lo que repercutió en los precios de venta.

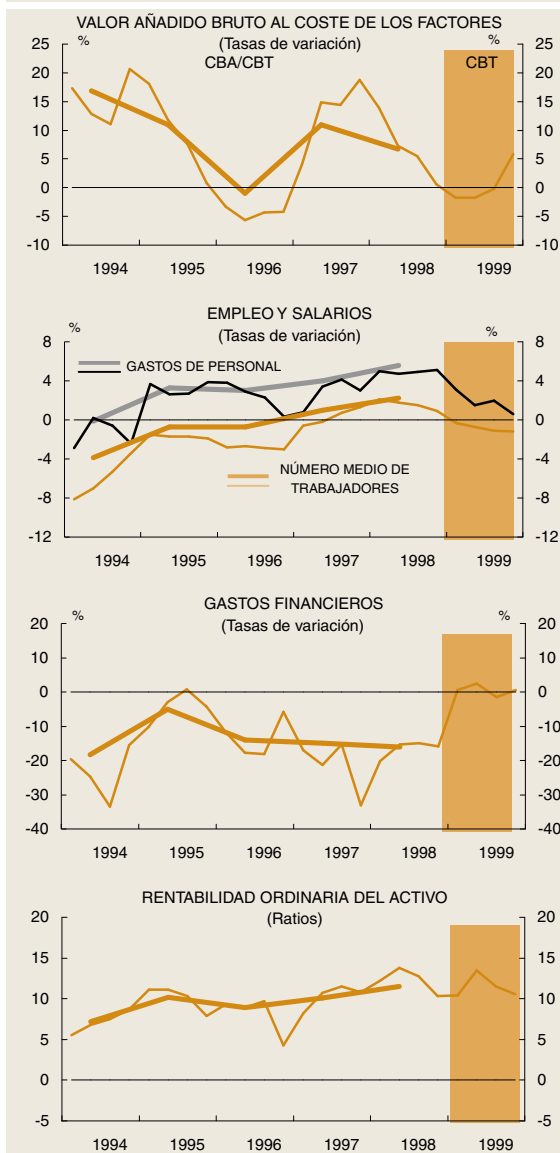
Por tamaños, se observa cómo fueron las empresas medianas, tradicionalmente más flexibles y dinámicas, las que registraron con mayor fuerza el incremento de la actividad. Adicionalmente, el gráfico 2, que informa de la distribución de las empresas según la tasa de variación del VAB sin considerar el tamaño y peso en la muestra de las mismas, informa de la generalización en la expansión de los negocios en el cuarto trimestre de 1999; sigue siendo mayoritario el porcentaje de empresas que expanden su actividad productiva (un 57,9 % de empresas registraron aumentos de su VAB en el cuarto trimestre de 1999), superando además ligeramente al porcentaje registrado para este mismo trimestre del año anterior. Además, se observa este mismo aumento en el porcentaje de empresas cuyo VAB creció por encima del 20 %, lo que confirma la intensificación que se está produciendo en la recuperación de la actividad productiva.

(3) Según datos de Red Eléctrica de España.

**Análisis del sector manufacturero**

Por su importancia, representatividad y poder explicativo, el sector manufacturero merece un análisis detallado. Durante 1999, este sector mostró una tasa de crecimiento nominal de su VAB del 0,5 %, notablemente inferior a la del año anterior (6,9 %). Esta variación experimentada en el conjunto del año es el resultado, sin embargo, de una evolución dispar entre las dos mitades del ejercicio. Por un lado, en la primera parte del año la actividad exterior se vio claramente afectada por la crisis internacional, que incluyó a algunos países de nuestro entorno demandantes de los sectores manufactureros nacionales. Según avanzó el año, y especialmente en el último trimestre de 1999, la recuperación de las exportaciones se fue dejando ver con claridad, en paralelo con la recuperación de la estabilidad en la economía internacional. Así, respecto al último trimestre del año, el VAB creció un 5,8 %. Adicionalmente, durante todo el año la fuerte tendencia al alza de los precios internacionales del crudo y el aumento del precio en euros de otras importaciones afectaron a la industria manufacturera, y de manera muy acusada al sector de Refino de petróleo. En lo que se refiere al sector del refino, la reducción de su VAB en un 18,4 % en 1999 repercutió de modo muy importante en la evolución del total del agregado manufacturero. Del resto de subsectores destaca el aumento de actividad de las empresas de Alimentación, bebidas y tabaco y las de Fabricación de material de transporte (este último muy beneficiado por el imparable crecimiento de las matriculaciones). Las reestructuraciones de plantilla que afectan a algunas empresas de gran tamaño, encuadradas en varios subsectores, y la negativa evolución de la actividad en los primeros trimestres del año, afectaron al conjunto de las empresas manufactureras, en el que se registró, en términos agregados, una ligera reducción de empleo en 1999. Por su parte, las remuneraciones medias crecieron un 2,7 %, algo menos del 3,3 % del año anterior, y prácticamente igual que la tasa de inflación de 1999. En un contexto de liberalización, internacionalización y competencia global, en el que los aumentos de precios de los *inputs* no pueden ser trasladados a los productos finales, es aconsejable que la evolución de los salarios permita mantener un adecuado equilibrio en la estructura de costes productivos y en el excedente de explotación. Precisamente este se redujo en un -0,6 % en 1999, frente al crecimiento de 1998 (9,8 %), afectando al mismo tiempo a la capacidad de generación de recursos de las empresas (los Recursos Generados crecieron en 1999 un 1,9 %). No obstante, la evolución de estos indicadores en el último trimestre del año, con tasas intensamente positivas, permite evaluar con optimismo el futuro inmediato. También como resultado de la mayor moderación registrada en la actividad productiva, las rentabilidades mostraron unos niveles algo menores que los del año anterior, aunque se mantuvieron en unos valores altos. Así, la rentabilidad ordinaria del activo neto fue, para el total de la industria manufacturera en 1999, de un 11,5 %, frente al 12,3 % del año anterior. La reducción de los gastos financieros trajo consigo una caída de la *ratio* que calcula el coste de la financiación, que se situó, para el período estudiado, en un 4,8 %, un punto menos que el valor alcanzado por esta misma *ratio* para el año anterior. Esta disminución, registrada de modo generalizado para todos los subsectores, llevó a que la *ratio* de apalancamiento presentara, una vez más, unos valores fuertemente positivos, hasta alcanzar el 6,8 %, cifra ligeramente superior al 6,6 % que presentó el agregado manufacturero el año anterior. En resumen, el sector manufacturero, tras atravesar unos primeros trimestres de clara ralentización de su actividad, parece haber superado dicha situación, mostrando de nuevo un fuerte dinamismo, animado por la recuperación de las exportaciones, lo que sin duda coadyuvará al relanzamiento de los excedentes y rentabilidades, a la vez que a la recuperación de la senda de creación de empleo.

**Evolución de las empresas manufactureras que colaboran con la Central de Balances (a)**



		NÚMERO DE EMPRESAS				
CBA		3.127	3.258	3.225	3.309	2.617
CBT		335	328	314	385	374
		324	362	348	371	364
		314	374	348	349	336
		385	362	371	360	351
		374	348	349	343	337
		385	374	336	408	397
		374	348	336	390	390
		385	374	336	24,3	25,1
		374	348	336	22,0	22,0
		385	374	336	20,9	21,6
		374	348	336	16,7	16,7
		385	374	336	13,5	13,5
		374	348	336	13,2	13,2

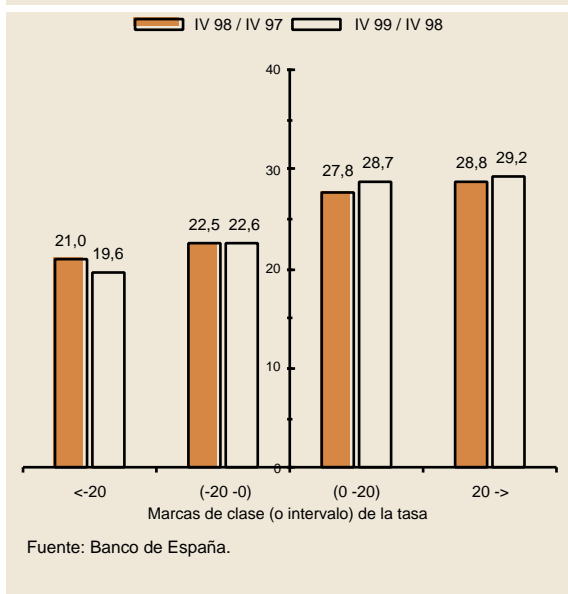
— Informaciones relativas a la Central de Balances Anual.  
 — Informaciones relativas a la Central de Balances Trimestral.

Fuente: Banco de España.

(a) Información disponible hasta el 15 de marzo de 2000 (CBA y CBT). Los datos de la CBT son tasas de crecimiento sobre el mismo trimestre del año anterior.

GRÁFICO 2

Distribución de las empresas según tasa de variación del VAB al coste de los factores (IV 99/IV 98, IV 98/IV 97)



### 3. EMPLEO Y GASTOS DE PERSONAL

Uno de los hechos más relevantes que se destacan de los datos disponibles de 1999 es la consolidación en el proceso de creación de empleo, hecho que se constata para la mayoría de las empresas que configuran la muestra analizada (véanse cuadros 2.b y 4), como continuación a lo ya observado en períodos precedentes. Solo algunas situaciones coyunturales, como la repercusión que sobre el agregado de empresas manufactureras ha tenido la crisis de algunas economías internacionales y el consiguiente deterioro del comercio exterior en la primera parte del año, o la existencia de procesos muy concretos en sectores en reorganización y liberalización, han podido oscurecer esta variable, hasta el punto de presentar una tasa de variación negativa para el total de la muestra, cuando, como ya se ha apuntado, se da el fenómeno contrario en la mayoría de las empresas colaboradoras. Así, descendiendo al análisis sectorial (más significativo en este caso, por las razones expuestas), se aprecian diferentes comportamientos. El sector comercio, en consonancia con lo ya comentado en el epígrafe dedicado a la actividad, mostró durante todo el año 1999 una gran capacidad de creación de empleo, con tasas de crecimiento del 6,3 %, incluso superiores a las que registró en 1998. En el sector servicios destaca el dato fuertemente positivo que durante todo el año 1999 presentaron las empresas de asesoría y consultoría, así como otras empresas de servicios prestados a las empresas, que aumentaron su actividad con intensidad en respuesta a la demanda derivada

del efecto 2000. La Industria manufacturera, sin embargo, mantuvo a lo largo de 1999 tasas ligeramente negativas, derivadas de las reestructuraciones que afectan a algunas empresas del subsector de alimentación, bebidas y tabaco, del refino de petróleo, y de la construcción naval, así como por la atonía en la actividad de los primeros trimestres del año; no obstante, una vez desaparezcan los efectos de estas operaciones singulares, las expectativas son muy positivas para los trimestres venideros, en conexión con las previsiones de negocio del sector. Destacan, por su aportación negativa a la evolución de esta variable, las empresas del sector de Transportes y comunicaciones y las de Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua. Ambos sectores están inmersos en procesos de liberalización y apertura a la competencia y recogen operaciones de reestructuración en sus grandes empresas, que generan, en la mayoría de los casos, intensos ajustes en sus plantillas. El peso que dentro de la muestra tienen estas empresas explica que el dato global no refleje la tendencia que se está dando en la mayor parte de las compañías. Los cuadros 2.b y 4 facilitan el análisis separado de las empresas que generan empleo de las que lo destruyen, y el carácter generalizado de la recuperación del empleo, respectivamente. Las empresas que crean empleo (un 60 % del total de la muestra de 1999) lo hicieron con intensidad en el período considerado (creció el 8,3 %). Si se considera exclusivamente el último trimestre del año, el porcentaje de empresas que crean o mantienen el empleo aumenta hasta el 62,7 %, lo que da un idea de la expansión del fenómeno.

Los gastos de personal, por su parte, aumentaron de forma moderada en 1999, presentando una tasa del 1,4 %, frente al 3,2 % del año anterior. Esta reducción viene explicada por la evolución descrita en el empleo y por la contención experimentada en el año en las remuneraciones medias, por el menor coste que conllevan las nuevas contrataciones. Además, los ajustes de plantilla realizados en algunas grandes empresas de la muestra no han afectado a la partida analizada (gastos de personal), debido a que los costes por indemnizaciones estaban totalmente provisionados (4). La evolución de las remuneraciones medias (aproximadas por medio de los gastos de personal por trabajador) mostró un crecimiento del 1,8 % en

(4) En la información trimestral solo está disponible el concepto de «Gastos de personal», que no incluye la aplicación de estas provisiones. Cuando en noviembre de 2000 se disponga de los datos de la CBA para este período, se podrán incluir estos gastos como parte de Remuneraciones de asalariados, con lo que se obtendrá un mejor indicador del coste medio total de las plantillas.

CUADRO 4

**Gastos de personal, trabajadores y gastos de personal por trabajador  
 Porcentaje del número de empresas en determinadas situaciones**

	Central de Balances Anual			Central de Balances Trimestral			
	1996	1997	1998	I a IV 97 (a)	I a IV 98 (a)	I a IV 99 (a)	IV 99
<b>Número de empresas</b>	<b>8.019</b>	<b>7.953</b>	<b>6.342</b>	<b>725</b>	<b>832</b>	<b>784</b>	<b>541</b>
<b>Gastos de personal</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Caen	26,4	24,1	21,0	31,6	27,7	30,0	30,0
Se mantienen o suben	73,6	75,9	79,0	68,4	72,3	70,0	70,0
<b>Número medio de trabajadores</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Caen	32,8	28,4	25,4	50,4	40,1	40,0	37,3
Se mantienen o suben	67,2	71,6	74,6	49,6	59,9	60,0	62,7
<b>Gastos de personal por trabajador (respecto a inflación) (b)</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Crecimiento menor	48,4	44,0	40,5	41,3	42,1	48,7	47,1
Crecimiento mayor o igual	51,6	56,0	59,5	58,7	57,9	51,3	52,9

Fuente: Banco de España.

(a) Media aritmética de los correspondientes trimestres que componen cada columna.

(b) T (1,12)del IPC.

1999, bastante contenido, y sensiblemente inferior al 2,7 % que había crecido el año anterior. La explicación de esta moderación se encuentra en las diferencias de salarios existentes entre las nuevas contrataciones y los empleados de plantilla, como se puede comprobar en el cuadro 2.b, que se comenta más adelante. Si se analiza por sectores (cuadro 2.a), se observa cómo aquellos sectores claramente generadores de empleo, como el de Comercio, presentaron unas tasas de crecimiento de sus remuneraciones medias inferiores a las del resto del agregado; igual fenómeno se produjo en las empresas de consultoría e informática, como consecuencia de la intensa generación de empleo detectada en ellas. El cuadro 4 facilita datos cualitativos sobre la extensión del fenómeno. Todavía más de la mitad de las empresas presentan crecimientos en sus remuneraciones medias por encima de la inflación. Si además se considera que las empresas que redujeron sus plantillas aumentaron sus remuneraciones medias en un 3,8 % (tasa que, como se ha dicho, además no incorpora buena parte de las indemnizaciones satisfechas en el ejercicio), y que el último trimestre de 1999 presentó, en el agregado total de empresas, un claro repunte en el crecimiento de esta tasa, todo ello aconsejaría que se haga un estrecho seguimiento de la evolución de esta variable en los próximos trimestres. Para mantener intacta la capacidad de creación de puestos de trabajo en un entorno liberalizado y globalizado, es preciso que la competitividad de las empresas no se deteriore.

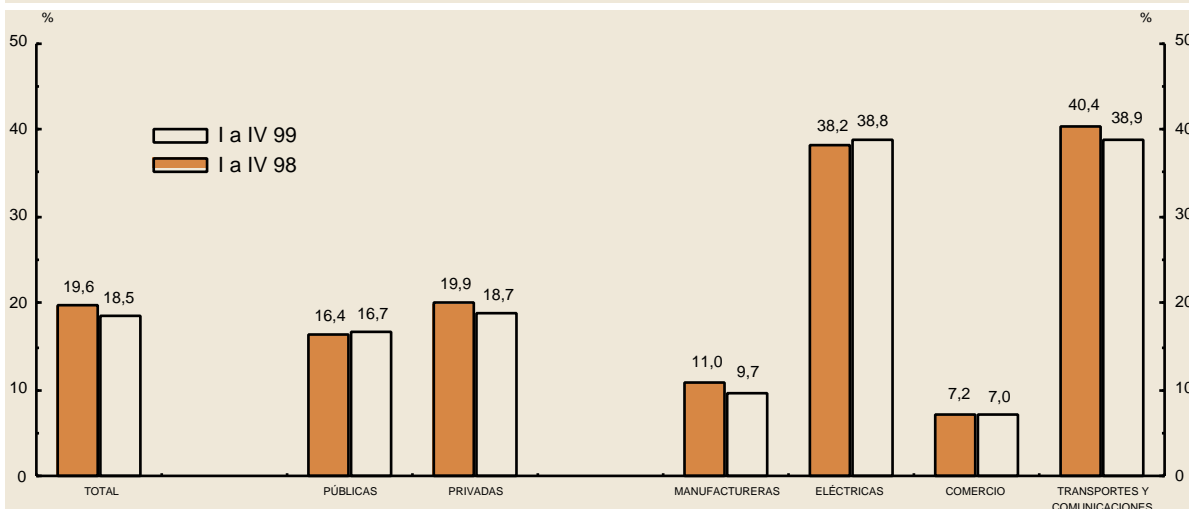
#### 4. RESULTADOS, MÁRGENES Y RENTABILIDAD (5)

La expansión en la actividad productiva y la contención de los gastos de personal en 1999 propiciaron que el resultado económico bruto creciera en el período considerado, si bien con una menor intensidad que el año anterior (3,9 % en 1999, frente al 5,1 % de 1998). El efecto de la crisis internacional sobre la actividad exterior en la primera parte del año, unida a las reducciones de precios de venta en algunos sectores, y al incremento de los del crudo, explican esta evolución más moderada, que, no obstante, sigue siendo superior al crecimiento del valor añadido. Con todo, no debe obviarse el hecho de que el excedente bruto (resultado económico bruto de explotación) respecto de la cifra de negocios (aproximación al concepto de margen empresarial) se haya reducido con intensidad en el período considerado. La tensión provocada por el incremento de precios de los factores productivos, en un contexto más liberalizado, no

(5) El cálculo de las rentabilidades se modificó coincidiendo con la publicación de la monografía anual con los resultados del año 1998 y del artículo que analizaba los datos hasta el tercer trimestre de 1999, aparecido en el *Boletín económico* de noviembre de 1999. A partir de las rentabilidades así calculadas se obtienen indicadores sintéticos de la capacidad de generar resultados ordinarios de la explotación. Al mismo tiempo, las nuevas *ratios* de rentabilidad utilizan una aproximación a los precios corrientes, y no los históricos, al venir afectados estos últimos por las operaciones de actualización de balances.

GRÁFICO 3

**Evolución del margen empresarial (a)**



Fuente: Banco de España.

(a) Resultado económico bruto de explotación / Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación.

ha podido ser trasladada por las empresas no financieras a sus clientes, habiéndose contraído, por tanto, el margen en algo más de un punto porcentual (el resultado económico bruto de explotación respecto de la cifra de negocios cayó del 19,6 % en 1998 al 18,5 % en 1999). El gráfico 3 muestra que esta reducción afectó a los distintos tipos de empresa.

Por su parte, los gastos financieros continuaron descendiendo en 1999, a una tasa del -6,9 %. Aunque esta partida ha ido perdiendo progresivamente importancia relativa dentro de la cuenta de resultados (actualmente representa el 2,7 % del total de la producción, la mitad de lo que era en 1995), su efecto ha sido importante (en el contexto referido de crecimiento contenido en el excedente e incluso su pérdida de peso en términos estructurales) para mantener la capacidad de generación de recursos de las empresas y en sus rentabilidades. Los factores que explican la caída de los gastos financieros durante 1999 respecto a 1998, con datos de la CBT, son los siguientes:

<i>Variación de los gastos financieros</i>	-6,9 %
A. <i>Intereses por financiación recibida (1+2)</i>	-7,6 %
1. <i>Variación debida al coste (tipo de interés)</i>	-30,8 %
2. <i>Variación debida al endeudamiento con coste financiero</i>	+23,2 %
B. <i>Comisiones y descuentos por pronto pago</i>	+0,7 %

Los datos confirman que ha continuado la traslación de las reducciones de los tipos de in-

terés a los costes empresariales, a la vez que las empresas han ido aumentando su apelación a fuentes de financiación externas para la realización de nuevas inversiones, aprovechando así las buenas condiciones que ofrece el mercado. Dentro de estos proyectos inversores se enmarcan también los movimientos realizados por las grandes empresas españolas para penetrar en mercados extranjeros, fundamentalmente el sudamericano, en sectores estratégicos (telecomunicaciones, gas, electricidad...), mostrando con ello la capacidad de las empresas españolas para aceptar el reto de la globalización.

El aumento del excedente de explotación (3,9 % en 1999) y la reducción de los gastos financieros propiciaron que los recursos generados (véase cuadro 5) crecieran con intensidad, a una tasa del 8 %, prácticamente idéntica a la registrada en 1998. Por sectores, se deben resaltar, una vez más, los fuertes incrementos del sector Comercio, con crecimientos del 11 %, y de las compañías que prestan servicios a las empresas (asesoría, consultoría e informática).

Por otra parte, el fuerte aumento que experimentó la partida de gastos extraordinarios afectó al resultado neto final, situándolo en un 19,8 % sobre el VAB. Estos gastos extraordinarios responden a la necesidad de algunas grandes empresas inmersas en procesos de reorganización, de provisionar los gastos que en breve tendrán que afrontar, para modernizar su equipo productivo. Las nuevas tecnologías ofrecen grandes oportunidades de negocio a las empresas, pero también las enfrentan con

CUADRO 5

**Resultado económico bruto, recursos generados, rentabilidad ordinaria del activo y apalancamiento**  
**Detalles según tamaño, naturaleza y actividad principal de las empresas**  
**(Tasas de crecimiento sobre las mismas empresas en igual período del año anterior)**

	Resultado económico bruto				Recursos generados				Rentabilidad ordinaria del activo (R.1) (a)				Apalancamiento (a)			
	CBA		CBT		CBA		CBT		CBA		CBT		CBA		CBT	
	1997	1998	I a IV 98 (b)	I a IV 99 (b)	1997	1998	I a IV 98 (b)	I a IV 99 (b)	1997	1998	I a IV 98 (b)	I a IV 99 (b)	1997	1998	I a IV 98 (b)	I a IV 99 (b)
<b>Total</b>	<b>11,0</b>	<b>8,6</b>	<b>5,1</b>	<b>3,9</b>	<b>16,8</b>	<b>10,0</b>	<b>8,6</b>	<b>8,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,4</b>	<b>8,9</b>	<b>8,7</b>	<b>0,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,9</b>
<b>Total, excepto sector eléctrico</b>	<b>16,8</b>	<b>11,0</b>	<b>9,0</b>	<b>2,9</b>	<b>22,0</b>	<b>11,3</b>	<b>12,7</b>	<b>9,1</b>	<b>7,9</b>	<b>8,7</b>	<b>9,3</b>	<b>8,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>4,1</b>
<b>TAMAÑOS:</b>																
Pequeñas	11,3	10,1	—	—	18,6	14,8	—	—	10,4	10,4	—	—	1,6	3,3	—	—
Medianas	15,7	12,2	11,2	4,8	18,0	13,1	12,8	14,1	10,1	11,2	10,4	10,6	2,9	5,1	4,5	6,2
Grandes	10,4	8,1	4,9	3,8	16,6	9,6	8,4	7,9	7,3	8,1	8,8	8,6	0,7	2,5	2,4	3,8
<b>NATURALEZA:</b>																
Públicas	-2,0	18,9	8,4	11,5	6,6	10,8	33,8	20,4	3,3	0,9	3,1	3,6	-2,9	-4,6	-3,2	-1,2
Privadas	13,9	8,0	4,8	3,7	18,6	10,0	6,8	7,0	9,6	10,4	10,4	9,9	2,6	4,6	3,9	5,2
<b>DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA:</b>																
Industrias manufactureras	22,0	8,3	9,8	-0,6	24,7	9,1	8,8	1,9	10,1	11,5	12,3	11,5	3,2	5,7	6,6	6,8
Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	-5,5	0,8	-3,6	6,6	0,5	5,2	-1,0	6,9	6,8	7,6	8,2	8,4	0,7	2,4	2,2	3,6
Comercio	17,1	21,3	22,5	9,9	18,6	19,5	24,1	11,0	10,5	12,3	10,8	11,4	3,6	6,8	4,7	6,6
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	14,7	7,7	6,0	2,9	21,4	10,6	14,8	7,1	6,1	7,1	8,0	6,9	-1,3	0,8	0,9	1,9

Fuente: Banco de España.

 (a) *Ratios* calculadas según la nueva metodología, explicada en la monografía anual de la Central de Balances.

(b) Los datos de estas columnas se han calculado como media aritmética de los datos trimestrales.

importantes retos organizativos y productivos, al reducirse los plazos de renovación de los equipos e intensificarse las necesidades de formación de sus empleados.

Por su parte, las rentabilidades ordinarias (tanto del activo neto como la de los recursos propios) se mantuvieron en unos niveles considerablemente altos. Para 1999, la rentabilidad ordinaria del activo neto alcanzó un 8,7 %, *ratio* en la práctica idéntica a la del año anterior. Al mismo tiempo, el coste de la financiación, como se deduce de lo comentado al analizar la partida de gastos financieros, experimentó una sensible reducción, hasta situarse en un nuevo mínimo histórico, del 4,8 %, frente al 6,4 % del año anterior. La conjunción de ambos datos llevó a la obtención de un apalancamiento finan-

ciero fuertemente positivo (+3,9), nunca conocido antes en las series estudiadas por la Central de Balances.

Por último, el cuadro 6 permite obtener conclusiones acerca de la distribución de las empresas según la rentabilidad obtenida, independientemente de su tamaño o naturaleza. Se observa, como efecto más importante, que durante el cuarto trimestre de 1999 se aumentó ligeramente el porcentaje de empresas con rentabilidades ordinarias del activo neto positivas (un 75,6 %, frente al 72,9 % del año anterior), produciéndose además una parte importante de dicho incremento en el tramo de empresas con rentabilidades más elevadas. Así, mientras en el cuarto trimestre de 1998 un 31 % de las empresas analizadas tuvo rentabilidades superio-

CUADRO 6

**Estructura de la rentabilidad ordinaria del activo neto y de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios de las empresas colaboradoras**

	Central de Balances Trimestral			
	Rentabilidad ordinaria del activo neto (R.1)		Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (R.3)	
	IV 98	IV 99	IV 98	IV 99
<b>Total empresas</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
R 0 %	27,1	24,4	30,7	26,1
0 % < R 5 %	14,3	14,4	11,7	12,4
5 % < R 10 %	15,5	15,9	10,7	12,4
10 % < R 15 %	12,1	12,0	10,4	11,1
15 % < R	31,0	33,3	36,6	38,1
<b>Número de empresas</b>	<b>796</b>	<b>541</b>	<b>796</b>	<b>541</b>
PRO MEMORIA:				
Rentabilidad media	8,8	8,2	9,8	9,9

Fuente: Banco de España.

res al 15 %, este porcentaje llega hasta el 33,3 % en el mismo trimestre del año actual. Este es sin duda el mejor indicador de la buena situación en la que se mantienen las empresas no financieras españolas: prácticamente un tercio de las empresas genera rendimientos que cuadruplican los de los activos financieros; además, dos tercios de las empresas ofrecen rentabilidades ordinarias positivas.

En resumen, las empresas cerraron un año 1999 con unas importantes expectativas de crecimiento y expansión en todos los ámbitos

(actividad, empleo y rentabilidades), con un perfil expansivo dentro del año, una vez pasó la incertidumbre derivada de la inestabilidad internacional y sus efectos sobre el comercio exterior. Las buenas perspectivas que ofrece el año 2000 se ven empañadas por el repunte de los precios internacionales del crudo. En la medida en que este efecto sea controlado y corregido sin afectar a la competitividad empresarial, las empresas podrán afrontar el futuro con unas perspectivas de sostenido dinamismo, aumento de la inversión y creación de empleo

24.3.2000.



---

# Asimetrías de la economía española en el contexto de la UEM, según el modelo NIGEM

*Este artículo ha sido elaborado por Enrique Alberola y Eva Ortega, del Servicio de Estudios.*

## 1. INTRODUCCIÓN

La Unión Económica y Monetaria (UEM) supone una política monetaria y una moneda comunes para todos los países del área. Sin embargo, las diferentes estructuras económicas de cada uno de los países miembros hacen posible que perturbaciones comunes al área, ya sean de demanda u oferta, afecten de forma asimétrica a cada país. Es incluso posible que la política monetaria común, en la medida en que persigue estabilizar la inflación del conjunto del área, pueda tener también efectos asimétricos sobre los países miembros, dependiendo de cómo evolucionen sus precios en relación con los del agregado del área.

Con el fin de evaluar tanto las características diferenciales de la economía española respecto al resto del área euro como la posible incidencia diferencial de la política monetaria común sobre España, un instrumento muy útil es la simulación de diferentes perturbaciones comunes al área con un modelo macroeconómico donde las principales relaciones económicas en cada uno de los países miembros estén explícitamente estimadas.

El modelo NIGEM, elaborado por el National Institute of Economic and Social Research de Londres, es un modelo macroeconómico trimestral mundial que permite simular el nuevo entorno monetario y caracterizar las asimetrías a través de la diferente respuesta de las economías nacionales a las perturbaciones, incluso con una política monetaria común. No obstante, debe subrayarse que los resultados están condicionados por la estructura y los valores que toman los parámetros en el modelo, que en ciertos casos pueden ser discutibles. Por otro lado, la propia UEM puede inducir, en el medio plazo, importantes modificaciones en el comportamiento de los agentes que se reflejarán en un cambio estructural de las relaciones subyacentes al modelo y de sus parámetros estimados. Por estas razones, las conclusiones que se presentan deben ser interpretadas con suma precaución.

NIGEM, al igual que otros modelos de la economía mundial, emplea un elevado número de ecuaciones y modeliza con detalle las interdependencias entre países. La principal característica de NIGEM respecto a otros modelos es su carácter *forward-looking*, ya que permite que las variables financieras respondan inmediatamente tanto a las perturbaciones presen-

tes como a las futuras y, por tanto, transmitan sus efectos con celeridad a otras variables macroeconómicas. Las economías de todos los países miembros de la OCDE están modelizadas por separado con detalle, y el resto lo están por bloques y de forma más esquemática. No existe un bloque específico de ecuaciones para la UEM, pero las economías que la conforman tienen el mismo tipo de interés nominal y su tipo de cambio nominal está fijado irrevocablemente, caracterizando así de un modo satisfactorio la existencia de una moneda única.

La estructura del modelo de cada país o grupo de países es común, y se resume básicamente en un modelo IS-LM, en el que cada componente de la demanda se especifica con detalle. La política monetaria también está explícitamente recogida en el modelo, a través de una función de reacción del Banco Central en la que los tipos de interés nominales a corto plazo se desvían de su nivel de equilibrio en respuesta a las desviaciones de la inflación respecto del objetivo establecido y del producto nominal respecto de su equilibrio potencial. La especificación de la oferta es más esquemática, pero en todo caso permite que los factores de producción y sus precios se ajusten ante variaciones en las condiciones de la economía. El carácter global del modelo explica la importancia que tiene la consistencia internacional de los flujos exteriores (balanza comercial, balanza por cuenta corriente y flujos de capitales), que debe verificarse período a período.

A partir de este marco teórico se estiman las ecuaciones del modelo, de las que se derivan, a través de las elasticidades estimadas, la respuesta de cada una de las economías nacionales a las posibles perturbaciones que se produzcan (1). Dado que el conjunto de ecuaciones que describen la estructura de cada país es similar, algunas de las elasticidades estimadas son fundamentales, como se verá, para ex-

(1) De la estimación del modelo también se derivan las trayectorias estimadas de todas las variables que son compatibles con el equilibrio a largo plazo del modelo, y que se recogen en el escenario base. En contra de lo que se pudiera pensar, el equilibrio a largo plazo no exige explícitamente el cierre de la brecha de producción (*output gap*), sino la estabilidad en el comportamiento de las variables nominales (tipo de cambio, tipo de interés e inflación). También se debe destacar que estas trayectorias de equilibrio no solo suponen tasas de crecimiento real o inflaciones diferentes entre países, sino también diferentes tipos de interés reales y variaciones en el tipo de cambio real. Comparando España con el conjunto del área euro, el crecimiento real del PIB es mayor (3,37 %, frente a 2,7 %), la inflación también (2 %, frente a 1,84 %) y el tipo de cambio efectivo real, aunque se deprecia frente al resto del mundo, se aprecia respecto al conjunto del área euro (0,16 % en términos anuales). Debe recordarse que estos resultados ya recogen el escenario de la UEM.

plicar las asimetrías entre países ante una perturbación común.

Las variables financieras (en particular, el tipo de cambio) constituyen los principales mecanismos de transmisión de las perturbaciones en el modelo. Dado el carácter *forward-looking* de las variables financieras, estas reaccionan instantáneamente a cualquier perturbación, mientras que las rigideces nominales implícitas en el modelo ralentizan el proceso de ajuste de los precios y de las variables reales ante los cambios en las variables monetarias y financieras. A largo plazo, estas rigideces tienden a desaparecer y las variables reales no se ven influidas por las condiciones monetarias y financieras.

## 2. CARACTERÍSTICAS DIFERENCIALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Según las estimaciones del NIGEM, las características diferenciales de España respecto al resto de los países de la UEM se localizan en el sector exterior y en la mayor inercia inflacionista. El cuadro 1 recoge las elasticidades de algunas variables seleccionadas, que permiten ilustrar cómo responden dichas variables en España en comparación con el conjunto de la UEM. Según puede observarse, España tiene una elasticidad mayor de las importaciones y exportaciones respecto a variaciones en los precios relativos frente al exterior. A su vez, el grado de apertura exterior de España es bastante alto, y similar al de la media europea, por lo que los cambios en los precios relativos afectarán de un modo mayor a la actividad que en el resto del área euro. No obstante, los efectos de las variaciones en el valor del euro sobre los precios relativos españoles son más moderados que en otros países, por el hecho de que el comercio español está más orientado hacia el área del euro que en la mayoría de países de la UEM (2).

El segundo elemento diferencial de nuestra economía con respecto al resto del área es la mayor persistencia de las perturbaciones, debido a las rigideces nominales y reales que se derivan de los parámetros estimados por el modelo NIGEM en el caso español. Estas rigideces se revelan en el modelo a través de tres mecanismos principalmente. En primer lugar, los precios y los salarios en España responden

(2) La apertura exterior de la economía española (suma de importaciones y exportaciones, en términos del PIB) era en 1997 similar a la media europea (en torno al 40 %). Sin embargo, si se excluye el comercio intracomunitario esta cifra cae al 13 %, frente a un 27 % de la Unión Europea.

con mucho retraso a la evolución de las variables reales (*output gap* y desempleo); en segundo lugar, los salarios nominales recogen más lentamente que en el resto de los países las variaciones en la inflación esperada, como se observa en la última línea del cuadro 1; y, por último, el crecimiento de los precios en períodos anteriores pesa más sobre su comportamiento futuro, lo que, en el modelo, se verifica a través del mayor valor que toman los componentes autorregresivos en las ecuaciones de precios. Como consecuencia de ello, las perturbaciones tardan más que en el resto de los países en trasladarse a precios y, por lo tanto, la retroalimentación del proceso inflacionista en la actividad también resulta ser más lenta.

A la vista del cuadro 1, también cabe señalar que la respuesta del consumo ante variaciones del nivel de riqueza es menor en España que en el conjunto del área del euro. Este es un mecanismo relevante en NIGEM, dado el detalle con que están especificados los componentes de la riqueza y los importantes efectos riqueza que se detectan en las simulaciones realizadas.

Estas estimaciones son coherentes con otros trabajos empíricos (3), por lo que, al menos en el caso de España, puede decirse que el modelo NIGEM recoge adecuadamente dichos aspectos, que son fundamentales para explicar el comportamiento diferencial de España frente a los países europeos.

### 3. UNA APROXIMACIÓN A LAS ASIMETRÍAS DE ESPAÑA CON LA U.E.M.

Se ha llevado a cabo una serie de ejercicios de simulación con el modelo NIGEM que permiten observar los efectos diferenciales de las perturbaciones para los distintos países de la UEM. Se consideran cinco tipos de perturbaciones comunes a toda el área del euro: la primera es una perturbación monetaria transitoria, representada por una subida de dos puntos en los tipos de interés nominales de corto plazo por dos años; la segunda, una perturbación monetaria permanente, en la que se supone que el objetivo de inflación se reduce treinta puntos básicos; la tercera, una perturbación permanente de oferta, consistente en un incremento del 40 % en el precio del petróleo; la

(3) Véanse Buisán y Gordo (1997), *El sector exterior en España*, Estudios Económicos, nº 60, Banco de España, para las elasticidades de los componentes de la demanda externa; y Jimeno y Viñals (1997), *El mercado de trabajo español ante la Unión Económica y Monetaria Europea*, Documento de Trabajo nº 9717, Banco de España, para las rigideces nominales y reales.

CUADRO 1

#### Principales elasticidades estimadas (a)

	España	UEM (b)
Exportaciones-precios relativos	0,81	0,69
Importaciones-precios relativos	0,82	0,56
Consumo-riqueza	0,09	0,17
Salario real-paro	0,01	0,03
Salario nominal-inflación esperada	0,35	0,52

Fuente: Banco de España.

(a) Todas las elasticidades son de largo plazo, a excepción de la elasticidad del salario nominal a la inflación esperada, que es de corto plazo.

(b) Las elasticidades de la UEM son el resultado de ponderar las elasticidades de los cuatro principales países (Alemania, Francia, Italia y España) por su respectiva aportación al PIB de la UEM.

cuarta representa una perturbación financiera transitoria, especificada como una caída transitoria del 20 % en el mercado bursátil y, por último, se considera una perturbación transitoria de demanda derivada de la caída de un 1 % en el consumo del área.

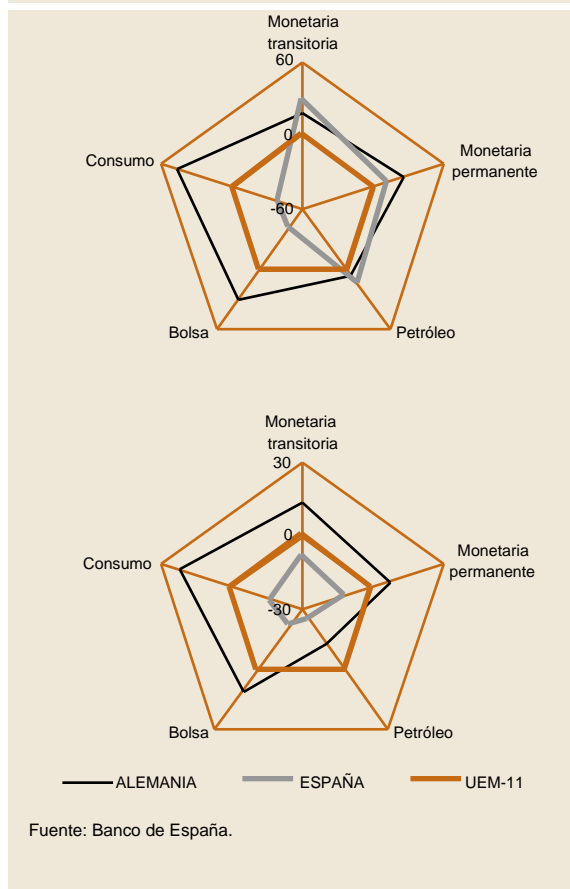
Debido a las diferencias entre países, tanto la reacción de la actividad y la inflación (las variables en las que se centra el análisis) como la duración de los efectos son diferentes entre países. Evaluando conjuntamente la respuesta diferencial de España respecto a la UEM y comparándola con la de otros países del área euro, se puede obtener una visión aproximada de la magnitud y naturaleza de las asimetrías.

El gráfico 1 presenta la diferencia relativa entre la respuesta de España y la del conjunto de la zona euro en términos de inflación y actividad para cada una de las cinco perturbaciones. Cada radio representa la diferencia, en puntos básicos, entre la respuesta ante una perturbación concreta del PIB y de la inflación del agregado de la UEM y la respuesta de las mismas variables españolas. En los gráficos también se recoge la respuesta diferencial de Alemania ante las mismas perturbaciones, con el fin de permitir una mejor valoración de las diferencias observadas.

Las respuestas se miden como desviaciones medias respecto del escenario base en los dos años posteriores al inicio de las perturbaciones simuladas. Si, ante cualquier perturbación, la desviación con respecto del escenario base de la actividad o de la inflación en España es mayor que la del conjunto de la zona euro, en el radio que represente la perturbación considerada aparecerá España por encima del nivel 0, que representa a la UEM en todos los ca-

GRÁFICO 1

**Respuesta diferencial respecto a la UEM  
(diferencia en puntos básicos)**



Por el contrario, si la desviación fuera menor que la del conjunto del área España aparecería por debajo del nivel cero. Por ejemplo, en el caso de la perturbación monetaria transitoria se observa que sus efectos sobre la actividad en España son en torno a 30 puntos básicos mayores que en el agregado de la UEM, mientras que sus efectos sobre la inflación son en torno a diez puntos básicos menores en nuestro país.

En general se observa que, en términos de actividad, España responde de un modo similar, aunque algo superior al conjunto del área, ante perturbaciones monetarias, así como ante un *shock* a los precios del petróleo. Sin embargo, ante el resto de perturbaciones, el efecto sobre la actividad es sensiblemente inferior en nuestro país respecto del conjunto del área, lo contrario que en Alemania. Por lo que respecta a la inflación, se observa que la respuesta de la economía española es menor que la del conjunto del área en todos los casos, y que la respuesta de Alemania es mayor, excepto en el caso de la perturbación petrolífera. Esto se debe, en gran medida, a que el comportamiento

de los precios y salarios españoles recogido en NIGEM presenta un elevado grado de rigidez nominal y real en comparación con el conjunto del área euro, lo que hace que los efectos de las perturbaciones sobre la inflación se verifiquen a más largo plazo.

#### 4. POSIBLES EFECTOS ASIMÉTRICOS DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

La política monetaria única también puede tener efectos asimétricos sobre los países. El gráfico 1 permite inferir que los efectos de las perturbaciones monetarias sobre la actividad y la inflación difieren en España del conjunto del área euro. Aunque sería necesario hacer un análisis más profundo, este resultado tentativo sugiere que la política monetaria común podría tener un efecto diferenciado sobre la economía española.

No obstante, desde una perspectiva distinta, es posible afirmar que el nuevo entorno de política monetaria, en el que el Banco Central Europeo (BCE) fija los tipos de interés considerando la evolución de los precios en el conjunto del área, puede reducir los efectos asimétricos de la política monetaria respecto a la situación previa. En efecto, según la interpretación más extendida, en los años anteriores a la UEM, el papel de la política monetaria alemana como «ancla» del Sistema Monetario Europeo hizo que el resto de países miembros importasen, en buena medida, dicha política. Asimismo, puesto que el Bundesbank establecía el nivel de los tipos de interés en función de las condiciones de precios alemanas, estas decisiones no siempre resultaban las más adecuadas para los otros países del Sistema, al que España pertenecía.

Si observamos el gráfico 1 podemos comprobar que, en la mayoría de los casos (salvo para el *shock* del petróleo), la distancia entre la respuesta de España y la de la UEM, en términos de inflación y de actividad, es menor que la distancia entre las respuestas de España y Alemania. Esto significa que el impacto de una perturbación común sobre la inflación española es más similar al impacto sobre la inflación en el conjunto del área que al que se produce sobre la inflación alemana. De ahí que, al venir las decisiones de la política monetaria única orientadas hacia el mantenimiento de la estabilidad de precios en el conjunto del área, la política monetaria europea resulte globalmente más adecuada para las condiciones de la economía española de lo que lo sería si nuestro país se adaptara a las decisiones de política monetaria alemana.

## 5. CONCLUSIONES

Modelos macroeconómicos como NIGEM permiten evaluar los efectos de multitud de perturbaciones en distintos países, aunque debe tenerse siempre presente que los resultados están muy condicionados por las estimaciones del modelo para cada país. Debe reconocerse, en todo caso, que las elasticidades estimadas para España recogen adecuadamente el alto grado de inercia en el comportamiento de los precios y la sensibilidad de la demanda exterior a los precios relativos, y que los resultados para el resto de los países son bastante coherentes con la evidencia empírica disponible.

Las simulaciones que aparecen en este artículo pretenden ilustrar los efectos asimétricos que para España pueden tener perturbaciones comunes al conjunto del área. Con los tipos de cambio e interés comunes en la UEM, se ha observado que pueden existir asimetrías relevantes en términos de inflación y actividad. Las diferencias entre los mecanismos de transmisión de las perturbaciones, recogidas en las diferentes elasticidades estimadas en el modelo NIGEM para los distintos países, son las causantes de estos comportamientos asimétricos.

28.3.2000.

---

# Formación de precios a nivel empresarial e inflación: evidencia a partir de información sectorial

*Este artículo ha sido elaborado por Ángel Estrada e Ignacio Hernando, del Servicio de Estudios (1).*

## 1. INTRODUCCIÓN

La existencia de rigideces a corto plazo en los procesos de formación de precios es un supuesto convencional en la modelización macroeconómica que permite que las perturbaciones nominales tengan efectos de carácter temporal sobre las variables reales de la economía. La aproximación tradicional para generar rigideces en la evolución del nivel general de precios ha sido la consideración de modelos de agente representativo con *costes de ajuste cuadráticos* (2). En estos modelos, las empresas ajustan sus precios en respuesta a todas las perturbaciones y, además, lo hacen en una proporción constante con relación a la magnitud de la perturbación. Con este marco teórico, la dinámica del nivel general de precios viene dada por una ecuación de ajuste parcial que sugiere que, en la evolución del nivel general de precios, existe un componente inercial y un componente de ajuste a las perturbaciones nominales experimentadas por la economía.

La falta de realismo de las políticas de formación de precios individuales que están implícitas en el planteamiento anterior ha llevado a construir modelos teóricos con rigideces en el nivel general de precios que se apoyan en caracterizaciones alternativas —más realistas— del proceso de formación de precios por parte de las empresas. Así, los modelos con *reglas de fijación de precios dependientes del tiempo* (3) constituyen un primer paso en esta dirección. En estos modelos, las empresas revisan sus precios en unas fechas determinadas y los dejan inalterados el resto del tiempo. La utilización de este tipo de reglas junto con la consideración de empresas heterogéneas (es decir, con fechas de revisión de precios distintas) constituye una forma sencilla de generar rigideces en el nivel general de precios, sin necesidad de suponer que todas las empresas mueven sus precios en respuesta a cada perturbación. No obstante, el supuesto implícito en estos modelos de que el período de tiempo entre revisiones de precios está predeterminado y que, en ese período, las empresas no pueden variar sus precios en respuesta a ninguna perturbación tampoco es plenamente satisfactorio.

---

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo del Servicio de Estudios nº 9921, publicado con el título *Microeconomic price adjustments and Inflation: Evidence from Spanish sectoral data*.

(2) Véase Rotemberg (1987).

(3) Véanse, por ejemplo, Calvo (1983) y Taylor (1980).

Los modelos que consideran *reglas de fijación de precios dependientes del estado* representan una aproximación alternativa. En estos modelos, una empresa modificará su precio siempre que este se desvíe de lo que sería el precio óptimo por encima de una determinada magnitud, al producirse alguna perturbación que altere el entorno en el que se desenvuelve la empresa y que constituye el estado de la economía. La justificación obvia para este tipo de reglas es la existencia de costes fijos asociados al cambio de precios (*menu costs*). De acuerdo con estos modelos, una empresa alterará su precio solo si el ajuste deseado es lo suficientemente grande como para que compense incurrir en el coste fijo de alterar los precios. Es decir, las empresas solo modificarán sus precios si las perturbaciones que experimentan son suficientemente grandes. En este caso, las empresas no responderán inmediatamente a todas las perturbaciones, como ocurría en el modelo de ajuste parcial, y tampoco, ante una perturbación significativa, deberán esperar hasta una fecha determinada para cambiar sus precios, como ocurría en los modelos con reglas dependientes del tiempo.

Dentro de los modelos con reglas dependientes del estado, el modelo de ajuste probabilístico propuesto por Caballero y Engel (1993) ofrece un comportamiento microeconómico razonable y, mediante la consideración de empresas heterogéneas, permite derivar una caracterización realista de la evolución del nivel general de precios. En este modelo, la política de ajuste de precios por parte de las empresas se caracteriza mediante una función de ajuste probabilístico que relaciona la probabilidad de que una empresa ajuste su precio con el tamaño de la desviación entre el precio vigente y el que resultaría óptimo. El modelo de ajuste probabilístico es muy general e incluye como casos particulares el modelo de ajuste parcial y diversos modelos de *menu costs*. En concreto, el modelo de ajuste parcial es equivalente a un modelo con una función de ajuste probabilístico constante. Por otro lado, el modelo de *menu costs* más sencillo podría representarse por medio de una función de ajuste que tomase valor uno si la desviación entre el precio vigente y el óptimo excede un determinado umbral, y valor cero en caso contrario. El modelo de ajuste probabilístico es útil no solo para contrastar conjeturas razonables sobre las políticas de formación de precios por parte de las empresas (por ejemplo, la existencia de rigideces nominales a la baja), sino también para construir modelos con mayor poder explicativo sobre la evolución del nivel general de precios. En este sentido, Caballero y Engel (1993) estiman, para la economía americana, un modelo con una función de ajuste probabilístico creciente —es de-

cir, en el que la probabilidad de ajuste aumenta con el tamaño de la desviación entre el precio deseado y el óptimo— que mejora el poder explicativo que el modelo de ajuste parcial proporciona sobre el nivel general de precios.

El trabajo que sirve de base a este artículo trata de ilustrar las implicaciones sobre la evolución del nivel general de precios de la economía española de caracterizaciones alternativas de las políticas de formación de precios por parte de las empresas, utilizando el modelo de ajuste probabilístico desarrollado por Caballero y Engel (1993). Con este fin, y empleando datos de índices de precios sectoriales correspondientes al período 1978-1998, se estiman modelos alternativos de formación de precios y se compara su capacidad explicativa sobre el nivel general de precios.

El resto del artículo se organiza como sigue. En la sección 2 se presenta el modelo de ajuste probabilístico y se caracteriza la evolución del nivel general de precios en función de la regla de formación de precios considerada. En la sección 3 se especifica un modelo para la determinación del precio óptimo y se describen los datos y el procedimiento de estimación. En la sección 4 se presentan los resultados del ejercicio y las principales conclusiones del trabajo.

## 2. EL MODELO DE AJUSTE PROBABILÍSTICO

El modelo de ajuste probabilístico desarrollado por Caballero y Engel (1993) tiene dos rasgos principales: primero, la probabilidad de que una empresa varíe el precio de su producto depende de la distancia entre el precio vigente y el que considera óptimo; y, segundo, las empresas son heterogéneas, en el sentido de que tienen distintas desviaciones entre precios vigentes y óptimos. La principal implicación macroeconómica de este modelo es que la evolución del nivel general de precios viene condicionada por la distribución de las desviaciones de los precios individuales. La dinámica de transición de esta distribución viene determinada por tres elementos: una perturbación de carácter agregado que afecta de la misma forma a todas las empresas, una perturbación específica que afecta de modo particular a cada una de ellas y los ajustes de precios determinados por la función de ajuste probabilístico, que relaciona la probabilidad de que una empresa ajuste su precio con el tamaño de la desviación entre el precio vigente y el que resultaría óptimo.

Por tanto, en este marco teórico, la evolución del nivel general de precios viene condicio-

nada no solo por las perturbaciones —agregadas y específicas— que afectan a los determinantes de los precios óptimos, sino también por las reglas (o funciones) de ajuste de los precios observados a los óptimos. El caso más sencillo se corresponde con una función de ajuste probabilístico constante, según la cual la probabilidad de que una empresa varíe su precio es independiente del tamaño de la desviación entre el precio vigente y el óptimo. En este caso, el cambio en el nivel general de precios en cada período viene dado por una proporción constante de la media de las desviaciones de precios individuales. Este patrón agregado es el resultado de una fracción constante de empresas que ajustan su precio por el total de la diferencia entre el vigente y el óptimo. Rotemberg (1987) demuestra que esta dinámica agregada es equivalente a la que se derivaría de un modelo de agente representativo con costes de ajuste cuadráticos (modelo de ajuste parcial) en el que todas las empresas (con más rigor, la empresa representativa) se ajustan en una proporción constante de la desviación entre el precio vigente y el óptimo. Cabe señalar que, en el modelo con probabilidad de ajuste constante, la evolución del nivel general de precios solo depende de la media de la distribución de las desviaciones de los precios individuales.

En el documento de trabajo que sirve de base a este artículo se contemplan funciones de probabilidad de ajuste alternativas que tratan de reflejar reglas de ajuste de precios más realistas. En concreto, se permite que la probabilidad de ajuste sea creciente con el tamaño de la desviación entre el precio vigente y el óptimo y que la probabilidad de efectuar ajustes al alza difiera de la probabilidad de efectuar ajustes a la baja.

Cuando se introduce un término cuadrático en la función de probabilidad de ajuste para permitir que esta probabilidad sea creciente con el tamaño de la desviación, se obtiene que, a diferencia del modelo de ajuste parcial, la media no es el único momento de la distribución de desviaciones de precios individuales que contribuye a explicar la dinámica del nivel general de precios. En un modelo con una probabilidad de ajuste de estas características, esta dinámica tiene dos propiedades interesantes. En primer lugar, la respuesta del nivel general de precios a una perturbación agregada será tanto mayor cuanto mayor sea la varianza de la distribución de desviaciones de precios individuales; y, en segundo lugar, dada una perturbación agregada, las variaciones en el nivel general de precios serán tanto mayores cuanto más asimétrica sea la distribución de los precios individuales.

Para permitir la existencia de asimetrías en la probabilidad de ajuste (es decir, para permitir que la probabilidad de ajustar el precio cuando el precio vigente es inferior al óptimo sea distinta que la probabilidad de ajustarlo cuando el precio vigente es mayor que el óptimo), se consideran funciones de ajuste dicotómicas (4). Estas funciones tratan de reflejar la idea, sugerida por Ball y Mankiw (1994), de que en presencia de inflación tendencial los precios serán más flexibles al alza que a la baja; o, en otras palabras, que las perturbaciones que empujen el precio óptimo al alza desencadenarán el ajuste del precio con mayor probabilidad que las perturbaciones que empujen el precio óptimo a la baja. La razón estriba en que, ante una perturbación que desplace el precio óptimo a la baja, la empresa evitará incurrir en el coste fijo asociado al cambio del precio de su producto si espera que una parte del ajuste deseado no será necesario realizarlo como consecuencia de la existencia de inflación tendencial.

### 3. EL MODELO EMPÍRICO

En la sección precedente se establecieron los ingredientes básicos que permiten modelizar la evolución agregada de los precios: por un lado, el nivel agregado de precios óptimo (cuya variación solo depende de las perturbaciones agregadas de la economía) y, por otro, las desviaciones, a nivel individual, de los precios observados respecto a los óptimos. Para la obtención de ambos componentes se ha utilizado un modelo simple de determinación de precios a nivel sectorial.

#### 3.1. Un modelo para la determinación de los precios sectoriales

El modelo de comportamiento para los precios sectoriales parte de considerar que las empresas tienen un cierto poder de monopolio en el mercado de sus productos y fijan precios con el objetivo de maximizar sus beneficios. Para ello toman como dados los precios de todos los *inputs* que utilizan y los precios fijados por el resto de empresas que operan en esa rama, incluidos los productos equivalentes importados. La tecnología, que es idéntica para todas las empresas de la misma rama, viene representada por una función *Cobb-Douglas* con rendimientos constantes a escala en el capital (K) y

(4) En estos modelos, la evolución del nivel de precios agregado viene condicionada por los momentos de dos distribuciones (la distribución de desviaciones positivas de precios y la distribución de desviaciones negativas de precios) y por el tamaño relativo de ambas distribuciones.



el resto de factores variables (FV), que incluyen los consumos intermedios y la mano de obra.

Las condiciones de primer orden del problema de optimización implican que los precios ( $p$ ) son el resultado de aplicar un determinado *mark-up* ( $m$ ) sobre los costes variables unitarios ( $cvu$ ). Esta relación puede expresarse como:

$$p_s = C_s + m_s + cvu_s \quad [1]$$

donde las variables aparecen en logaritmos,  $C$  es un parámetro constante y el subíndice  $s$  hace referencia a la rama de actividad.

Siguiendo a Layard *et al.* (1991), se supone que este *mark-up* no permanece fijo en el tiempo, sino que evoluciona con la presión de la demanda ( $pd$ ) y con la competitividad internacional de los productos de cada rama ( $p^x + e - p$ , siendo  $p^x$  los precios internacionales en moneda extranjera y  $e$  el tipo de cambio nominal). Mientras que el signo del efecto teórico de la primera variable dependerá de la organización del mercado, en el segundo caso se suele aceptar un impacto positivo, sobre todo para economías pequeñas y abiertas al exterior. Sustituyendo estas variables en la expresión precedente, se obtiene la siguiente ecuación para la determinación de los precios sectoriales:

$$p_s = C_s + \mu_{1s} cvu_s + (1 - \mu_{1s})(p_s^x + e) + \mu_{2s} pd \quad [2]$$

Esto implica que los precios de cada sector sean una media ponderada de los costes variables unitarios y de los precios internacionales de los productos equivalentes, donde la ponderación viene dada por el grado de apertura de esa rama al exterior. Obviamente, en las ramas cerradas a la competencia internacional esta variable no será relevante. Además, la presión de la demanda configuraría un factor adicional para la determinación de los precios, aunque su impacto está indeterminado *a priori*. Al valor ajustado resultante de la estimación de la expresión [2] se le denomina precio óptimo de la rama.

### 3.2. Los datos y los procedimientos de estimación

Para la estimación de estos modelos se ha utilizado una base de datos trimestral que incluye información sobre precios finales, costes variables unitarios, precios de importación y un indicador de presión de la demanda para cuarenta categorías de bienes y servicios que cubren la totalidad del sector privado no financiero de la economía española. En la agricultura y las ra-

mas industriales, los precios de producción se corresponden con los precios al por mayor de bienes destinados al mercado interior (índice de precios percibidos por los agricultores —IPPA— e índice de precios industriales —IPRI—) y al mercado exterior (índice de valor unitario de las exportaciones —IVUX—); para la rama de comercio se utilizan los precios al por menor de bienes (índice de precios de consumo —IPC—) y, en el caso de los servicios, los precios al por menor de servicios (IPC), todos ellos corregidos de cambios en la imposición indirecta. Cuando se agregan todos estos precios finales (utilizando ponderaciones fijas tomadas de la Contabilidad Nacional) se obtiene una medida de la inflación ligeramente distinta de la que proporcionan los índices que se utilizan de forma tradicional. Como se puede comprobar en el gráfico 1, nuestra medida se sitúa la mayor parte del período muestral entre el IPC y el IPRI, centrándose las mayores diferencias en el año 1986, cuando se introdujo el impuesto sobre el valor añadido, y entre 1989 y 1993, cuando el diferencial de inflación entre bienes y servicios alcanzó un valor máximo.

Los costes variables unitarios se obtienen en cada rama como una media ponderada de los costes laborales unitarios y los costes intermedios unitarios, calculándose las ponderaciones a partir de las Tablas *Input-Output*. El coste laboral unitario se obtiene combinando la información salarial que proporciona la Encuesta de Salarios, el empleo de la Encuesta de Población Activa e indicadores de actividad como el Índice de Producción Industrial. Los consumos intermedios unitarios incluyen tanto bienes adquiridos en el interior como importados, y en el caso de la rama de comercio también se tienen en cuenta los precios finales de producción y de importación de bienes agrícolas e industriales. Los precios sectoriales de importación se corresponden con los índices de valor unitario de las importaciones (IVUM) y, además, constituyen nuestra aproximación a los precios en los mercados internacionales de productos equivalentes. Por último, el indicador de presión de la demanda es una media ponderada de la demanda de consumos intermedios y final a la que hace frente cada rama, utilizando, de nuevo, las Tablas *Input-Output* para obtener las ponderaciones.

El procedimiento de estimación utilizado consiste en una aproximación en dos etapas. En la primera de ellas se estiman los precios óptimos para las cuarenta categorías de bienes y servicios que se están analizando. Para ello se tiene en cuenta que, a largo plazo, los precios óptimos y los precios observados deben coincidir. Así, utilizando la expresión [2] se llevan a cabo cuarenta regresiones (una para

GRÁFICO 1

## Comparación entre el índice de precios considerado en el artículo e índices alternativos

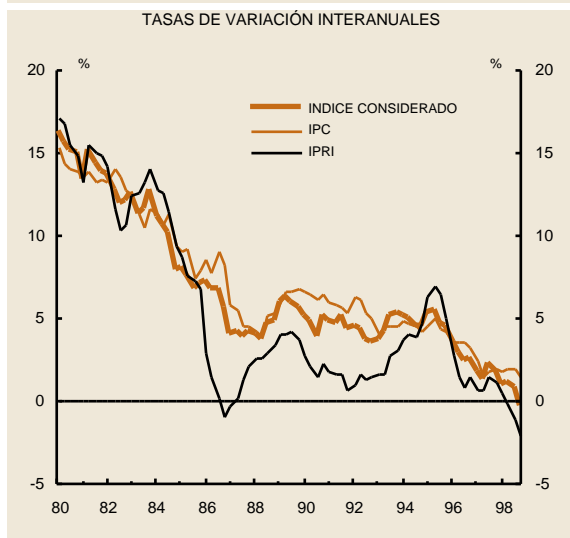
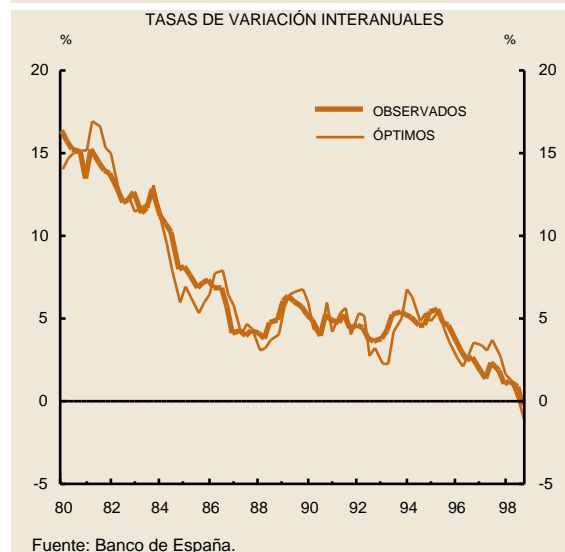


GRÁFICO 2

## Comparación entre precios observados y precios óptimos



cada rama) de los precios observados sobre los costes variables unitarios, los precios exteriores (si la rama está abierta a la competencia exterior) y la presión de la demanda. Los precios óptimos se definen como los valores ajustados de estas regresiones. Asimismo, el precio óptimo agregado se calcula utilizando las mismas ponderaciones que las del precio agregado. En el gráfico 2 se pueden apreciar las diferencias que existen en las tasas de variación interanuales de los precios observados y óptimos (la variación de estos últimos viene dada exclusivamente por las perturbaciones agregadas). Como cabría esperar, la correlación entre ambos es muy elevada (0,97), pero la variabilidad de los precios óptimos es superior, lo que implica que, a corto plazo, las rigideces nominales contribuyen a suavizar la transmisión de los *shocks*; es decir, en ausencia de estas rigideces el comportamiento del nivel general de precios sería menos estable.

Una vez que se dispone de los precios óptimos para cada bien o servicio, es inmediato el cálculo de las desviaciones respecto a los precios observados. Estas desviaciones definen, en cada instante del tiempo, una distribución de sección cruzada, a partir de la cual se obtienen los diferentes momentos necesarios para modelizar la evolución agregada de los precios observados. Así, en la segunda etapa se utilizan todas estas variables derivadas para la estimación de los distintos modelos que nos explican la evolución de los precios agregados. Estos modelos se estiman por el método generalizado de momentos, lo cual permite tener en cuen-

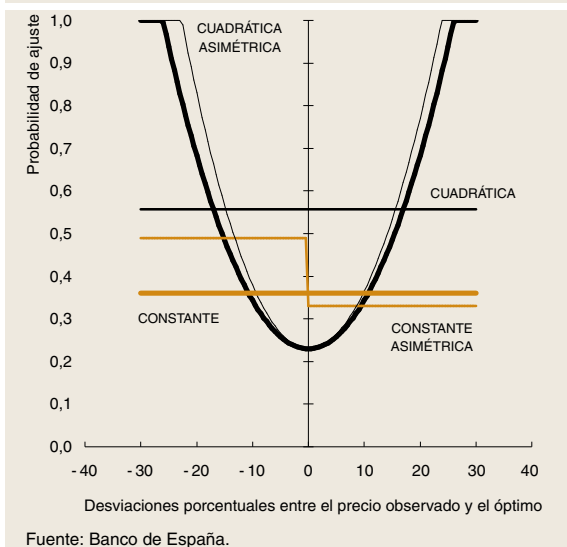
ta la posible endogenidad de la perturbación agregada.

#### 4. RESULTADOS

En el gráfico 3 se presentan las distintas funciones de ajuste probabilístico estimadas. Cuando se estima una función de ajuste constante (línea gruesa clara), es decir, cuando se impone que la probabilidad de ajuste es independiente del tamaño de la desviación entre el precio observado y el óptimo, se obtiene un valor para esta probabilidad de 0,36. La línea gruesa oscura representa la estimación de la función de ajuste cuadrática, que permite que la probabilidad de ajuste crezca con el tamaño de la desviación. En este caso, se obtiene un valor mínimo de la probabilidad de ajuste de 0,23 y, además, esta probabilidad de ajuste tiende a alcanzar su máximo (valor uno) cuando la desviación entre el precio observado y el óptimo se aproxima al 30 % (en valor absoluto). Este resultado respalda claramente el carácter creciente —con el tamaño de la desviación— de la probabilidad de ajuste. Para contemplar la posible existencia de asimetrías en la probabilidad de ajuste —es decir, para permitir que la probabilidad de ajuste difiera para elevaciones y para reducciones de precios— se han estimado funciones de ajuste asimétricas (líneas finas). En el caso de la función de ajuste constante asimétrica (línea fina clara), se ha obtenido que la probabilidad de ajuste cuando se observa una desviación negativa (es decir, cuando el precio óptimo es superior al vigente y, por tanto, se debe realizar un ajuste al alza) es de 0,49,

GRÁFICO 3

## Estimaciones de las funciones de ajuste probabilístico



mientras que la probabilidad de ajuste estimada para el caso de los ajustes a la baja es de 0,33. No obstante, estos valores no son estadísticamente diferentes. Este resultado es, por tanto, favorable, aunque débilmente, a la hipótesis de que los ajustes a la baja son menos probables que los ajustes al alza, debido a que las empresas pueden renunciar a reducir el precio de su producto, esperando que una parte de la desviación se corrija como consecuencia de la inflación tendencial. En el caso de la función de ajuste cuadrática asimétrica (línea fina oscura), la evidencia de asimetría es aún más débil y los resultados se asemejan mucho al caso de la función cuadrática simétrica. El valor mínimo de la probabilidad de ajuste es 0,23 y se tiende a alcanzar el valor máximo (probabilidad uno) cuando la desviación entre el precio óptimo y el vigente supera el 20 %.

En síntesis, el análisis realizado sugiere que la evolución del nivel general de precios se explica mejor mediante modelos con funciones de ajuste probabilístico dependientes del grado de desequilibrio que a través del modelo de ajuste parcial. En otros términos, la dinámica del nivel general de precios depende no solo de la media de la distribución de las desviaciones de precios individuales, como ocurre en el modelo de ajuste parcial, sino también de los momentos de orden superior. Aunque la mejora en la bondad de ajuste de la ecuación que representa la dinámica del nivel general de precios es, por término medio, modesta, esta ganancia es especialmente acusada en períodos en los que se producen perturbaciones que generan una distribución de las desviaciones de precios asimétrica y con elevada varianza. Además, se ha encontrado evidencia débil de que la probabilidad de ajuste es mayor en el caso de que el precio óptimo sea superior al vigente que en el caso contrario.

27.3.2000.

## BIBLIOGRAFÍA

- BALL, L. y G. MANKIW (1994). «Asymmetric price adjustment and economic fluctuations», *Economic Journal*, 104, pp. 247-261.
- CABALLERO, R. y E. ENGEL (1993). «Microeconomic rigidities and aggregate price dynamics», *European Economic Review*, 37, pp. 697-717.
- CALVO, G. (1983). «Staggered prices in a utility-maximization framework», *Journal of Monetary Economics*, 12, pp. 383-398.
- LAYARD, R., S. NICKELL y R. JACKMAN (1991). *Unemployment. Macroeconomic performance and the labour market*, Oxford University Press, Oxford.
- ROTEMBERG, J. (1987). «The new Keynesian microfoundations», en O. Blanchard y S. Fischer, eds., *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, MA, MIT Press, pp. 69-104.
- TAYLOR, J. (1980). «Aggregate dynamics and staggered contracts», *Journal of Political Economy*, 88, pp. 1-23.

---

# El Banco Español de San Fernando: un predecesor del Banco de España (1829-1856)

*Este artículo ha sido elaborado por Pedro Tedde de Lorca, del Servicio de Estudios (1).*

## 1. DEL BANCO DE SAN CARLOS AL BANCO DE SAN FERNANDO

El Banco Español de San Fernando es el segundo banco emisor con carácter oficial —fundado por medio de una ley que reconocía su singularidad como entidad de crédito capacitada para expedir sus propios billetes— que existió en España. Previamente, de 1782 a 1829, abrió sus puertas en Madrid el Banco Nacional de San Carlos, erigido durante el reinado de Carlos III, gracias a la iniciativa del financiero ilustrado, de origen francés, Francisco Cabarrús. Creado en plena guerra contra Gran Bretaña —la guerra de independencia de los Estados Unidos, en la cual España y Francia apoyaron a los insurgentes—, el fin primordial del Banco de San Carlos fue el de facilitar el descuento en metálico de los vales reales, una modalidad de deuda pública, con el 4 % de interés anual, ideada también por Cabarrús, en 1780, para contribuir a la financiación del conflicto. Los vales reales fueron dotados de poder liberatorio en los pagos de crecidas sumas, por lo que, con razón, deben considerarse el primer papel moneda que circuló en España. Cabarrús confiaba en que la apreciable rentabilidad que proporcionaban estos activos, añadida a su capacidad para ser utilizados en compras y ventas al por mayor y en la liquidación de impuestos, propiciaría su difusión entre el público. Así ocurriría al cabo del tiempo, pero, en los comienzos de la década de 1780, en pleno enfrentamiento bélico con los ingleses en el golfo de México y en Gibraltar, la cotización de los vales reales no alcanzaba la par. Precisamente, para estimular la popularidad de estos títulos, concibió Cabarrús la idea de abrir un banco en el que poder canjear vales reales por metálico, según la voluntad de sus poseedores, con un descuento del 4 % (2).

A poco de empezar el Banco sus actividades, la guerra acabó con resultado adverso para la monarquía hispánica, en el caso de Gibraltar, pero con la derrota de los británicos en Norteamérica y, por tanto, con buenas expectativas para el comercio transoceánico entre España y las Indias. La paz y el alejamiento temporal de los buques ingleses de la ruta del virreinato de Nueva España permitirían poner en

---

(1) El presente artículo resume los principales argumentos y conclusiones del libro de Pedro Tedde, *El Banco de San Fernando*, Madrid, Alianza-Banco de España, 1999.

(2) Sobre la creación y evolución del Banco de San Carlos, puede verse: Pedro Tedde, *El Banco de San Carlos*, Madrid, Alianza-Banco de España, 1988.

práctica el nuevo sistema administrativo y fiscal dispuesto, en 1778, por Pedro Rodríguez Campomanes, fiscal del Consejo de Castilla, para regular el comercio entre España y sus posesiones americanas. El resultado de este nuevo sistema de comercio, de carácter más liberalizador que el existente con anterioridad, fue plenamente satisfactorio hasta 1796, año en que comenzó un nuevo enfrentamiento con Gran Bretaña, al que seguirían, casi sin solución de continuidad, la guerra contra José I y los ejércitos franceses de Napoleón y la emancipación de las sociedades hispanoamericanas. Pero entre 1784 y 1796 el comercio trasatlántico se multiplicó —quintuplicándose el valor de las exportaciones españolas a América—, el excedente de la balanza mercantil de España con las Indias aumentó y, en consecuencia, crecieron considerablemente las llegadas de plata americana a la Península —entre la década de 1770 y los años 1784-1792, la media anual de llegadas de plata americana se duplicó—. En ese contexto, la confianza del público hacia los vales reales se reforzó, y la cotización de estos activos se elevó por encima de la par. Ello hizo que la presentación de vales reales, para su descuento en metálico, en las oficinas del Banco disminuyera, a la vez que la abundancia de moneda de plata circulante desalentaba la demanda por el público de los billetes emitidos por el San Carlos.

A lo largo del decenio de 1780, y en los primeros años del siguiente, el Banco se dedicó con preferencia a otros fines, diferentes del descuento de vales reales y de la emisión de billetes, como el abastecimiento de provisiones al Ejército y a la Marina, la inversión en títulos de la privilegiada Compañía de Filipinas —creación, asimismo, de Cabarrús— y en deuda pública francesa emitida antes de la revolución. También destinó fondos el Banco a la construcción de carreteras, puertos y canales, y a la extracción de plata, en régimen de monopolio, más allá de las fronteras nacionales. Esta última dedicación, en la favorable coyuntura por la que se atravesaba y teniendo, además, en cuenta la elevada propensión a importar de la economía española de aquella época, reportó considerables ganancias al Banco. Por el contrario, la provisión de víveres y uniformes al Ejército y a la Armada fue rescindida, tras comprobarse la existencia de irregularidades en su desempeño. Dentro del capítulo de resultados negativos también hay que considerar el hecho de que la deuda pública francesa se depreció fuertemente después de 1789 y que la mayor parte de las obras públicas financiadas por el Banco quedaron interrumpidas y ocasionaron pérdidas a la institución. Por si fuera poco, se descubrieron fallos graves, consentidos por los directores, en el descuento de efectos a corto

plazo, y la caja de descuentos establecida por el Banco en Cádiz —única sucursal que el San Carlos llegaría a crear— cerró sus puertas tras la declaración de suspensión de pagos o de quiebra de numerosas casas de comercio de la ciudad andaluza, en su mayoría francesas, a las que se había facilitado crédito sin observarse las debidas precauciones y las reglas previstas.

Cabarrús y la mayor parte de los restantes directores del San Carlos fueron apartados de sus cargos. Cabarrús, además, fue procesado y encarcelado, bajo la inculpación de delitos presuntamente cometidos hacía muchos años. Todo esto ocurría a comienzos de la década de 1790, cuando Carlos IV había sucedido a Carlos III y los gobernantes ilustrados habían perdido una buena parte de su antiguo ascendiente con la Corona. Las circunstancias de ser franceses los orígenes de Cabarrús y su proclividad a la libertad de pensamiento y de expresión contribuyeron a empeorar su situación. En el Banco de San Carlos fue nombrada una nueva dirección, formada por personas reconocidamente capaces y expertas en cuestiones crediticias, que se aprestaron a iniciar un nuevo capítulo en la vida del instituto.

La apertura de hostilidades entre España y la Francia revolucionaria, en 1793, alteró los planes de los nuevos directivos del Banco. Para financiar la guerra, fueron emitidos vales reales en grandes cantidades, lo que provocó la depreciación de dichos activos entre el público. Es preciso tener en cuenta que los vales reales llegaron a cotizarse por encima de la par en los primeros años de la década de 1790. En 1795 lo hicieron al 87 %; en 1800, al 32 %. Entre 1794 y 1795 se emitieron vales por una cuantía de 963 millones de reales, más del doble de los colocados durante la guerra contra los británicos, entre 1780 y 1782. En 1799 se llevó a cabo la última emisión de vales reales, en un volumen sin precedentes, superior a los 799 millones de reales, lo que determinó el definitivo hundimiento del valor de estos títulos. Para entonces, Inglaterra había sustituido a Francia —tras la Paz de Basilea en 1795— como potencia en guerra contra la monarquía hispánica.

Tres fueron las mayores dificultades que de esta situación se derivaron para el Banco de San Carlos. En primer lugar, la crecida circulación de vales reales —casi 2.100 millones de reales en 1800—, junto con la depreciación de estos títulos, hizo que la principal actividad para la que había sido creado el Banco, esto era, el canje en metálico de los vales con la reducción del 4 %, resultara absolutamente inviable y, de hecho, en 1798 se dejó de descontar por el San Carlos dicha clase de activos.

En segundo lugar, el bloqueo marítimo provocado por la guerra contra los ingleses cortó el flujo de plata desde la América hispana hacia la Península. Ello, a su vez, repercutió en una drástica reducción de las exportaciones de plata, sobre las cuales ostentaba el Banco un privilegio monopolista. Entre 1790 y 1794 el Banco extrajo una media anual de algo más de seis millones de pesos fuertes, equivalentes a 120 millones de reales, con un beneficio, por ejercicio, de tres millones de reales. En 1799 y 1800 el San Carlos no exportó plata, y entre 1801 y 1807 —teniendo en cuenta el intervalo de paz con Gran Bretaña entre 1802 y 1804— extrajo casi cinco millones de pesos fuertes, equivalentes a 14 millones de reales por año, con una ganancia, por ejercicio, de 300.000 reales, aproximadamente. Del simple cotejo de estas cifras se deduce la dramática caída de beneficios generados por una de las pocas actividades auténticamente rentables del Banco.

En tercer lugar, el Banco adelantó crecidas sumas a la Real Hacienda durante los años de guerra contra la Convención francesa y contra Gran Bretaña, sin que el Tesoro restituyera más que una pequeña parte de estos créditos. En 1794, el activo del balance del San Carlos registraba una cifra de 107 millones de reales, adeudados por la Real Hacienda. En 1807 se contabilizaron, por el mismo concepto, 217 millones de reales, de los cuales más de 43 millones correspondían a intereses de atrasos. A este débito había que añadir otros créditos en suspenso, por obras públicas financiadas por el Banco, de 17 millones de reales.

Durante los años de la guerra de Independencia, el Banco —como el propio Estado y como la nación española en su conjunto— estuvo dividido en dos, con una sede en Madrid, que permaneció casi sin actividad hasta la retirada de los franceses, y otra en Cádiz. En esta última, la alianza establecida con Gran Bretaña permitió la recuperación de casi cuatro millones de reales en plata, de su propiedad, existentes en América, aunque fue mayor la aportación que el Banco hizo al gobierno legítimo en estos mismos años. En 1814 se contabilizaban algo más de 257 millones de reales como débito de la Real Hacienda con el Banco, cifra que ascendió a 327 millones cinco años más tarde, principalmente por la acumulación de intereses vencidos y no satisfechos.

No era, desde luego, el Banco el único acreedor del Gobierno, al término de la guerra de Independencia, tras veinte años de conflictos exteriores casi ininterrumpidos. Se ha evaluado en más de 13.000 millones de reales el total de la deuda interior del Estado acumulada en 1820, posiblemente un 160 % de la Renta Na-

cional de 1800. De esta suma, 5.900 millones, el 45 %, fueron generados con posterioridad a 1808 y, en su mayor parte, procedían de los gastos causados por la guerra de Independencia. Muchos de estos acreedores no fueron reintegrados de sus créditos o lo fueron solo parcialmente.

La decisión de los accionistas del Banco de San Carlos, al acabar la guerra de Independencia, fue la de mantener abierto el establecimiento, aun sin perspectivas de conseguir a corto plazo la devolución de sus adelantos al Tesoro. La esperanza de obtener un reintegro de este crédito, siquiera de una parte del mismo, en un futuro no muy lejano, alentaba la permanencia de la institución. Durante el Trienio Constitucional el Banco aprovechó la reanudación del proceso desamortizador y adquirió —con parte de sus créditos frente al Estado— fincas procedentes del clero regular por un valor de 81 millones de reales, con la intención de explotarlas y enajenarlas en circunstancias oportunas. Por otra parte, hubo manifestaciones de diputados en las Cortes del Trienio contrarias a la compra de fincas por parte del Banco, ya que, en opinión de aquellos liberales, las propiedades desamortizadas debían pasar a formar parte de patrimonios individuales y no corporativos. Se llegó, en algunos casos, a exponer la idea de liquidar el Banco y erigir uno nuevo en su lugar. Sin embargo, la Junta de Gobierno del San Carlos, con la ayuda de algunos distinguidos liberales como Joaquín María Ferrer, pudo hacer frente sin mayores dificultades a estas previsiones.

Con la restauración del absolutismo, el Banco renovó su pretensión de hacer valer sus derechos frente al Gobierno. El balance de 1823 mostraba un crédito frente al Estado de 216 millones de reales, además de las fincas propiedad del Banco, valoradas en 81 millones de reales. Estos casi 300 millones de reales representaban, aproximadamente, el 82 % del activo de la institución (cuadro 1). El San Carlos sobreviviría en esa misma situación hasta 1829.

No emitía billetes desde mucho antes de la guerra de Independencia, ni reducía vales reales a metálico desde finales del siglo anterior. Su única actividad consistía en descontar letras y pagarés y en negociar efectos a corto plazo sobre otras plazas o procedentes de ellas. Gracias a este tráfico mercantil, eficazmente gestionado, pudo hacerse frente a los gastos que ocasionaba el mantenimiento del Banco, con una reducida plantilla de empleados que trabajaban en el relativamente modesto, aunque céntrico, domicilio social del San Carlos, adquirido en 1823. Hubo incluso reparto de un dividendo en metálico, de 30 reales por acción,

CUADRO 1

**Balance del Banco de San Carlos  
a 31 de diciembre de 1823  
(Millones de reales de vellón)**

ACTIVO:	
<b>Total</b>	<b>441,0</b>
Caja	10,5
Vales y libramientos	10,4
Efectivo	0,1
Acciones compradas	60,0
Acciones amortizadas	13,1
Acciones compradas a crédito contra el Estado	18,3
Repuesto de acciones compradas	1,4
Hacienda Pública	216,6
Documentos empleados en fincas	81,1
Efectos	0,1
Comisionados	3,3
Préstamos al Pósito y Abastos de Madrid y al Grao de Valencia	12,6
Certificados de rentas en Londres	0,8
Deudores diversos	1,2
Casa del Banco	0,9
Granos recibidos del crédito público	0,1
Fondo de la Compañía de Filipinas	21,0
PASIVO:	
<b>Total</b>	<b>441,0</b>
Capital	300,0
Fondo subsidiario	3,4
Dividendos atrasados	35,8
Intereses de 1808 a 1822	90,8
Depósitos judiciales	2,5
Letras a pagar	0,1
Depósitos de varios	1,7
Ganancias y pérdidas	0,6
Varios	0,1

Fuente: Banco Nacional de San Carlos, Junta General de 1823.

correspondiente a los ejercicios de 1821 y 1822, además de otros en papel del Estado en 1820 y 1826. A los bajos precios de las acciones del San Carlos pudieron representar, entonces, entre un 8 % y un 10 % sobre el valor de cada título.

En 1824, el Marqués de Almenara —quien fue ministro de Hacienda con José Bonaparte y pasó por un largo exilio a partir de 1814, antes de convertirse en consejero financiero de Fernando VII— redactó una Memoria dirigida al Gobierno, en la que se proponía el reconocimiento efectivo de una deuda a favor del Banco de 100 millones de reales, lo cual revertiría en el pago de unos intereses anuales de cinco millones de reales. La argumentación de Almenara estaba en la línea de la reclasificación de la deuda interior, llevada a cabo en el mismo año

de 1824, por el ministro de Hacienda recientemente nombrado, Luis López Ballesteros, según la cual las obligaciones del Estado se dividirían en tres clases: consolidada, no consolidada y sin interés. La primera se inscribiría en el Gran Libro de la Deuda, correspondiendo a esta clase, precisamente, la deuda interna del 5 %, aquella en la cual proponía Almenara que se convirtiera una porción —cerca de la tercera parte— del crédito del Banco frente al Estado.

Al tiempo que se elevaban estas propuestas, el Banco de San Carlos, aun muy mermando de recursos, no dejó de facilitar adelantos al Gobierno en ocasiones señaladas, como una anticipación de un millón de reales, en 1819, destinados a la Junta de reemplazos de Ultramar. Asimismo, concedió un préstamo de seis millones de reales, en 1826, para hacer la paz con la Regencia de Argel, préstamo al cual quedó afectada la hipoteca de los bienes de la Orden de San Juan de Jerusalén. Previamente, en 1825, se auxilió al Tesoro colocando tres millones de reales para el pago de un empréstito exterior.

A pesar de que el Gobierno, en 1824, se obligó a inscribir en el Gran Libro de la Deuda un capital de 100 millones de reales a favor del Banco, no se acabó de concretar este compromiso, debido a la carencia de recursos que sufría la Real Hacienda. Aunque se renovaron las promesas en 1825 y 1826, dicha obligación nunca llegó a hacerse efectiva. En 1828 se comunicó por el Ministerio al Banco la precisión de realizar un balance exacto de «todas las existencias, créditos, derechos y débitos del Banco Nacional de San Carlos». La razón de esta Real Orden era la necesidad de regenerar el instituto emisor para completar el sistema de política presupuestaria que, en ese mismo año de 1828, López Ballesteros trataba de llevar a la práctica. Aunque la raíz histórica de los presupuestos en la Hacienda española se remontaba a las Cortes de Cádiz, práctica que se trató más tarde de continuar con Martín de Garay y los liberales del Trienio, un ministro absolutista como López Ballesteros encontró en la disciplina presupuestaria un medio idóneo para contener el gasto público dentro de unas previsiones determinadas.

Para el sistema de presupuestos era precisa la existencia de una institución capaz de adelantar al Gobierno crédito a corto plazo, a fin de salvar los desfases temporales entre la percepción de los ingresos previstos y la realización de los gastos proyectados en un período determinado, generalmente de doce meses. Puede afirmarse, por tanto, que la implantación definitiva de los presupuestos en la política fiscal española fue una circunstancia decisiva

para la supervivencia del Banco de San Carlos y su transformación en Banco de San Fernando. Se fijó en algo más de 309 millones de reales la cifra del débito de la Real Hacienda con el Banco de San Carlos en 1829, por todos los conceptos. A cambio, el Gobierno se comprometió a entregar al Banco de San Carlos la suma de 40 millones de reales, la cual se materializaría en 20.000 acciones de a 2.000 reales cada una. El nuevo Banco pasó a llamarse, por decisión de los accionistas, Banco Español de San Fernando.

Aunque parece claro que existe una desproporción entre los más de 300 millones de reales debidos al Banco y los 40 millones entregados por el Gobierno, no debe vacilarse en calificar a los accionistas del San Carlos como acreedores afortunados. En primer lugar, muchos otros poseedores de créditos contra el Estado fueron totalmente desatendidos y repudiadas las obligaciones que este había contraído, sobre todo en los años de la guerra de Independencia. En segundo lugar, otras instituciones poderosas del Antiguo Régimen, como la corporación de los Cinco Gremios de Madrid o la Compañía de Filipinas, tuvieron dificultades mucho mayores, si no insuperables, para recuperar sus anticipaciones a la Real Hacienda. Ramón Santillán, quien fue, a partir de 1849, primer gobernador del Banco Español de San Fernando —y, además, el primer historiador de los antecesores del Banco de España—, afirma que, teniendo en cuenta el valor de mercado de los títulos acreditativos de las obligaciones del Estado con el San Carlos en 1829, la suma efectiva que este hubiera logrado por la enajenación de dichos activos habría resultado inferior a los 40 millones recibidos del Tesoro. Se deduce, por tanto, que el Banco salió de aquella transacción más favorecido que la propia Hacienda.

## 2. EL BANCO DE SAN FERNANDO Y LA PRIMERA GUERRA CARLISTA

Los reglamentos del Banco Español de San Fernando, redactados por Pedro Sainz y Andino, contemplaban, además de la emisión de billetes al portador, otros cometidos para el instituto: descuentos de efectos a corto plazo, cobranza por cuenta de terceros, apertura de depósitos y concesión de préstamos con garantía de alhajas. En lo concerniente a la Real Hacienda, el Banco habría de encargarse de la negociación de libranzas a corto plazo sobre las tesorerías de provincias y del descuento de letras y pagarés del Real Tesoro sobre Madrid. A este último efecto, se firmó en 1833 un convenio entre el Tesoro y el Banco para prever los límites de los fondos del San Fernando comprometidos en dichas operaciones, así

como los plazos de los vencimientos. A finales de ese mismo año, más de la mitad del capital del Banco estaba comprometido en los referidos descuentos y negociaciones de activos del Tesoro. En lo relativo a negociaciones de otra naturaleza con la Real Hacienda, los estatutos del San Fernando preveían, de modo general, la realización de operaciones financieras entre el Gobierno y el Banco. No dio señales el Ministerio de López Ballesteros de concebir al Banco de San Fernando como un instrumento dirigido a cubrir los eventuales déficit de la Hacienda. En realidad, los primeros estatutos del Banco estrechaban en exceso los límites de actividad del instituto emisor, hasta el punto de que, en 1833, la Junta de Gobierno del Banco dispuso un proyecto de reforma de aquel texto, el cual fue aprobado en el mismo año. Entre las reformas introducidas destacan la gratuidad de los depósitos voluntarios, a los cuales se les exigía antes el pago de una tarifa, y la posibilidad de efectuar préstamos sobre las tres cuartas partes de los valores públicos y de las acciones del propio Banco, según el curso de estos títulos en la Bolsa. La Bolsa de Madrid había sido creada en 1831, dos años después de erigirse el Banco y de promulgarse el Código de Comercio. Parecía, con todo ello, iniciarse un nuevo ciclo de renovación institucional en el sector financiero de la economía española, aunque fueran por entonces los activos públicos, o al menos los oficiales, los únicos sujetos a negociación.

Por su parte, el Banco, lejos de confiarse a unos vínculos con la Real Hacienda demasiado imprecisos, como había ocurrido con su antecesor, mantuvo a lo largo de toda su existencia una invariable actitud de cautela ante la solicitud de nuevas anticipaciones por parte del Tesoro o de otras instituciones de la Real Hacienda. Se exigieron siempre en las operaciones con el Gobierno plazos concretos de reintegro y, sobre todo, garantías de sólido valor y fácilmente realizables.

A pesar de tan precavidos planteamientos iniciales, las relaciones entre la Hacienda y el Banco experimentarían una notable variación tras el comienzo de la primera guerra carlista, en el otoño de 1833, la cual se prolongaría a lo largo de siete años. El conflicto, de incierto resultado en repetidas ocasiones, exigió al Gobierno, desde el primer momento, el recurso al crédito, tanto exterior como interior. El Banco prestaría su apoyo continuado en las operaciones de financiación del Tesoro y de la Caja de Amortización, dentro y fuera de las fronteras de la Nación. El San Fernando jamás cedió en lo concerniente a las condiciones de rigor, liquidez y seguridad de las negociaciones entabladas con el Gobierno y, de hecho, hubo, repeti-



damente, enfrentamientos por estos motivos con diferentes ministros de Hacienda, pero tampoco escatimó su ayuda a la causa personificada en la Reina Gobernadora, conscientes como eran los miembros de la Junta de Gobierno del Banco de que la propia existencia del San Fernando estaba vinculada a la suerte que corriese el Estado liberal.

El Conde de Toreno, secretario de Estado y de despacho de Hacienda en el Gobierno de Martínez de la Rosa, y luego él mismo Presidente del Consejo de Ministros, se enfrentó a la difícil tarea de obtener crédito en el exterior, siendo así que los acreedores foráneos —especialmente en Gran Bretaña— se negaban a facilitar más recursos al Gobierno español mientras no se reconociesen los débitos contraídos durante el Trienio Constitucional de 1820 a 1823, los cuales fueron posteriormente repudiados tras la vuelta del absolutismo. En 1834 estaban pendientes, por este concepto, 2.000 millones de reales, además de 2.500 millones situados en París durante la última década del reinado de Fernando VII. Una vez dispuestos los proyectos iniciales de arreglo de tan cuantiosas obligaciones, diversas casas de banca europeas —entre ellas los Rothschild de París y Londres— mostraron su disposición a colaborar con el Gobierno de Madrid. Los Rothschild, además de intervenir en negociaciones con la Hacienda española, buscaban la concesión de la venta del azogue de las minas de Almadén, de propiedad estatal, con la pretensión última de hacerse con el monopolio mundial del mercurio. Rothschild obtuvo dicha concesión en 1835. Pero sería otro banquero francés, Ardoin, quien efectuara un préstamo de 400 millones de reales al Gobierno español, en 1834, en el marco del reconocimiento de la deuda exterior antigua y de su reclasificación, conversión y consolidación a largo plazo.

Es preciso subrayar la importancia de esta estrategia, dirigida a facilitar la entrada de recursos externos con los cuales financiar una solución relativamente rápida para una guerra civil que se planteaba, en toda su dureza, en una buena parte del territorio nacional. Al no bastar la financiación exterior —cuyo servicio debía asumir escrupulosamente el Gobierno si quería mantener abierta esta fuente de crédito—, Toreno planteó también una reforma y consolidación de la deuda interior, cuyo nominal ascendía a más de 4.756 millones de reales. Sin embargo, no pudo llevar a cabo su propósito, ya que un movimiento liberal de signo revolucionario, promovido dentro de las ciudades y provincias teóricamente sujetas a las autoridades de Madrid, provocó su salida del Gobierno. Pasó entonces la responsabilidad de Hacienda a Juan Álvarez Mendizábal, quien la

aceptó cuando —según sus propias palabras— «el territorio sometido a la obediencia del Gobierno podía registrarse con lo que alcanzaba la vista desde una torre de Madrid». A lo largo de los primeros años de la guerra civil, el enfrentamiento, en numerosos casos violento, entre los partidarios del retorno a la Constitución de 1812 y los liberales más mitigados, herederos muchos de ellos del antiguo realismo fernandino —aunque opuestos, tras la muerte del Rey, al absolutismo—, dificultó el curso de la guerra contra los carlistas. A su vez, los mediocres, cuando no adversos, resultados de la campaña del Norte, y la extensión del levantamiento carlista a Cataluña, Aragón y Valencia, unido todo ello a las amenazas sobre la propia capital del Reino, radicalizaron a los liberales de signo más extremo, que exigieron al Gobierno mayor eficacia y un pronunciamiento inequívocamente constitucionalista.

Mendizábal, que ya se había encargado de la Secretaría de Estado y de despacho de Hacienda en el gabinete de Toreno, diseñó un proyecto de gobierno que abarcaba tres aspectos: el militar, el financiero y el político. En lo relativo al problema político, la exigencia inmediata era la pacificación interna de la parte de España afecta al liberalismo. Las juntas revolucionarias, armadas y dispuestas a la toma de Madrid, fueron disueltas por el influjo que tenía la persona de Mendizábal entre los liberales radicales. La Constitución de 1837, aunque no satisfizo a muchos partidarios del texto doceañista, consolidó la coexistencia de los liberales avanzados, los llamados progresistas, junto con los liberales moderados dentro del Estado.

Respecto a la cuestión militar, obviamente el objetivo principal a cubrir era el fin de la guerra y la derrota del absolutismo. Para ello, era preciso contar con los medios humanos y materiales necesarios. El Gobierno de Mendizábal recibió la ayuda de 20.000 combatientes extranjeros procedentes de la Cuádruple Alianza, que agrupaba, además de España, a Portugal, Gran Bretaña y Francia. En segundo lugar, Mendizábal llevó a cabo una movilización sin precedentes, la llamada «quinta de 100.000 hombres». En realidad, el número de soldados reclutados fue menor, ya que se ofreció a los afectados la oportunidad de rescatar en metálico la obligación de servir con las armas. Con los fondos así recaudados se trataba de equipar y poner en pie de guerra a un ejército de 70.000 hombres. En tercer lugar, Mendizábal ordenó, en 1836, la movilización de la Milicia Nacional, cuerpo cívico militar instaurado por la Constitución de 1812 y que quedaba a disposición del rey, fuera de sus provincias de origen, cuando las Cortes lo autorizaran. Asimismo, en 1836, Mendizábal decretó una nueva quinta de

50.000 hombres y se dispuso un préstamo forzoso de 200 millones de reales, repartidos en todo el territorio controlado por el Gobierno. Las cuotas del préstamo de los 200 millones, con un 5 % de interés anual, y reintegrable a lo largo de cuatro años, se canjearían por pagarés del Tesoro, admisibles en el pago de toda clase de contribuciones.

La parte financiera del plan de Mendizábal es la más conocida, ya que incluye la desamortización eclesiástica. La enajenación del patrimonio de la Iglesia comenzó en 1835, cuando Mendizábal era ministro en el gabinete Toreno y se declaró, en julio de dicho año, suprimida la Compañía de Jesús y sus bienes dedicados al servicio de la deuda pública. Al mismo tiempo quedaron extinguidas las comunidades religiosas con menos de doce profesos. En febrero de 1836 se ordenó proceder a la venta de los bienes que hubiesen pertenecido a órdenes religiosas suprimidas y en marzo se dispuso la apropiación por el Estado de los censos y cargas que perteneciesen a comunidades regulares y monacales cuyos conventos hubiesen sido o fuesen en el futuro suprimidos.

La desamortización eclesiástica produjo recursos líquidos a corto plazo, como el producto de las alhajas de oro y plata de las iglesias, pero, en realidad, sus resultados solo se dejarían sentir a medio o largo plazo, ya que, en una tan vasta operación de enajenación patrimonial, había requisitos ineludibles como la identificación de los bienes raíces, su valoración pericial y la enajenación de los mismos, antes del pago, por los nuevos propietarios, de la cantidad determinada en pública subasta, la cual, en muchos casos, se satisfacía en varios plazos. Además, el Gobierno dio amplias posibilidades para que los adjudicatarios pagasen en títulos de deuda pública los bienes adquiridos. Por todo ello, parece lógico atribuir a la desamortización eclesiástica un propósito de afirmación financiera del Estado, de aumento de su crédito frente a los acreedores del interior y del exterior, antes que una solución para obtener recursos con los cuales cubrir el coste de la guerra.

Además de la operación desamortizadora, Mendizábal llevó a cabo negociaciones de deuda en el extranjero, dispuso la emisión de billetes del Tesoro —deuda a corto plazo— colocados entre prestamistas particulares del interior y ordenó la reforma de la deuda interior, de la cual se convirtieron títulos con un nominal de 1.450 millones por otros del 5 % con un nominal de 788 millones de reales.

Dentro de las reformas de la Hacienda de las que fue autor Mendizábal, destaca la supresión del diezmo en 1837, una medida de signifi-

cación política y económica tan trascendental, cuando menos, que la desamortización eclesiástica. Por lo demás, se proseguía con la tendencia desamortizadora, quedando afectados, a partir de 1837, los patrimonios del clero secular. Para el mantenimiento de la Iglesia quedó establecida una contribución de culto y clero. Mendizábal, en este mismo año, llegó a configurar un nuevo sistema fiscal, acorde con las necesidades de la guerra, pero extensible a épocas de paz, en el que ocupaba un lugar central una contribución extraordinaria de 600 millones de reales. La mayoría de estas innovaciones de naturaleza tributaria, así como la desamortización de los bienes del clero secular, serían llevadas a la práctica por los sucesores de Mendizábal en el Ministerio de Hacienda, que abandonó en agosto de 1837.

El Banco de San Fernando tuvo una intervención muy importante en la aplicación de la política de Mendizábal. En primer lugar, le fue encomendada la recaudación, depósito y distribución, en todo el territorio nacional, de la anticipación forzosa de los 200 millones de reales, así como de los productos de las quintas de 100.000 y 50.000 hombres y de la movilización de la Milicia Nacional. El Banco fue requerido por el Gobierno, en repetidas ocasiones, para que le anticipase diferentes sumas de las que se resarciría con el producto recaudado por aquellos conceptos. En muchos casos, quedaría lo ingresado por el Banco del préstamo forzoso de 200 millones en calidad de garantía para distintas operaciones de crédito facilitado por el San Fernando. Frecuentemente se crearon situaciones de tensión entre el Gobierno y el Banco cuando los gestores de esta institución se resistían a conceder nuevos adelantos a cargo de lo que aún debía recaudarse por aquellos conceptos, al comprobar que los productos del préstamo forzoso entraban en la Caja del Banco con excesiva lentitud.

A lo largo del conflicto, y al margen de los descuentos de letras, pagarés y libranzas del Tesoro, el Banco facilitó al Gobierno algo más de 300 millones de reales, lo que pudo representar de un 7 % a un 8 % del coste extraordinario de la guerra, entre 1833 y 1840. Sin embargo, la cooperación del Banco con el Gobierno fue mucho mayor, según se ha visto más arriba, al servir de catalizador, por medio de sus redes de comisionados en provincias, en la recaudación y conducción a Madrid del producto del rescate de las quintas, de la anticipación forzosa y, más tarde, del empréstito forzoso de 600 millones a que acudió el Ejecutivo para drenar recursos líquidos del interior de la economía española. Esto fue posible gracias a la eficacia de los corresponsales en provincias, en muchos casos pertenecientes a la clase más

próspera y emprendedora de empresarios y comerciantes, como los Larios, Heredia, Uhagón, Casals y Remisa, Adalid, Fontanellas o Queheille. Además, el Banco mantenía con estos comisionados un activo tráfico de letras de cambio y otros efectos, con fines privados.

Por otra parte, el Banco adelantó recursos a cuenta de operaciones del Gobierno con particulares y participó, como garante, en anticipaciones a medio y largo plazo facilitadas por prestamistas a la Real Hacienda, a cambio de libranzas sobre las Cajas de Ultramar o de otras participaciones en diversas rentas públicas. Gracias, sobre todo, a los recursos humanos con que contaba —comprendiendo en ellos al excelente plantel de sus comisionados en provincias— pudo el Banco suplir las carencias sufridas por la Administración del Estado en plena guerra.

La prolongación del enfrentamiento con los carlistas, más allá de las previsiones de Mendizábal y del Gobierno —sobre todo, por una estrategia excesivamente rígida, frente a planteamientos mucho más ágiles y sorprendidos de las fuerzas enemigas—, provocó la suspensión de pagos en el servicio de la deuda del Estado, tanto de la exterior como de la interior, en 1837. Esta desafortunada circunstancia dejó al Gobierno a merced de los prestamistas particulares, quienes, asumiendo un notable riesgo, alcanzaban con frecuencia beneficios considerables de tales operaciones. Consistían estas en la prestación al Gobierno, por los capitalistas particulares —Safont, Gaviria, Casals y Remisa, Rothschild, Fontanellas, O’Shea, Carriquiri y Jordá, entre otros—, de recursos metálicos y de papel del Estado depreciado y que la Hacienda aceptaba por su entero valor nominal. A cambio, el Tesoro entregaba billetes del Tesoro que, además de un interés crecido, del 8 % o 9 %, contaba con la capacidad de ser utilizable como medio de pago en la liquidación de impuestos. El Banco se abstuvo en estos años —a pesar de que el propio Mendizábal llegó a ofrecérselo— de compartir tal clase de operaciones, y el interés que cobraba al Gobierno nunca pasó del 6 %. Además de la consideración que los gestores del Banco tenían del carácter oficial del Instituto, eran conscientes de los elevados beneficios que ingresaban los accionistas, con dividendos del 8 %, del 9 % y del 11 % del capital al año. Los gestores del Banco, quienes ocuparon la Dirección de la Junta de Gobierno en esos años, pertenecían a la elite de los comerciantes madrileños, algunos de ellos directamente relacionados con Mendizábal y el partido progresista. Entre sus nombres figuraban los de Andrés Caballero, Ramón Soriano y Pelayo, Justo José Banqueri, Miguel Nájera, Antonio Guillermo Moreno y Joaquín

Fagoaga y Dutari. En la cima del Banco se situaba, como Presidente, un comisario regio, designado directamente por el Gobierno. Ocuparon este cargo, en los años de la guerra, José Manuel de Goyeneche, conde de Guaqui, Mariano Egea, alto funcionario de Hacienda y fugaz sucesor de Mendizábal en esta cartera, y Ramón Gil de la Cuadra, consejero de Estado.

Figuran entre los sucesores de Mendizábal, entre 1837 y 1840, es decir, hasta el final de la guerra, Alejandro Mon y Ramón Santillán. Desde el punto de vista financiero, los principales problemas a los que se enfrentaban eran la búsqueda de recursos extraordinarios con los que cubrir el coste del conflicto y la acumulación de la llamada deuda flotante, es decir, una heterogénea masa de billetes del Tesoro, libranzas vencidas y no satisfechas —muchas de ellas en poder del Banco—, billetes de la anticipación forzosa de 200 millones y de la contribución extraordinaria de guerra, libranzas de Ultramar y documentos expedidos por las pagadurías del Ejército.

El problema se complicaba al permanecer cerrado el recurso a la financiación exterior, desde que, en 1837, se suspendió el servicio de la deuda externa, lo cual obligaba a los sucesivos gobiernos a depender de los prestamistas particulares, quienes imponían onerosas condiciones a sus adelantos. Por otra parte, al llevar aparejada muchos de los mencionados activos públicos la facultad de ser utilizables en el pago de impuestos, se resentía la recaudación en metálico de las rentas y contribuciones ordinarias. Obviamente, la reforma del sistema tributario era impensable en una situación de guerra civil, salvo el establecimiento de contribuciones extraordinarias que, después de 1837, ya había sido, de una u otra forma, utilizado. Se acudió a los recargos en los impuestos ya existentes, de modo que puede estimarse en un 28 % la elevación de la presión fiscal, en moneda constante, a lo largo de la década de 1830. No hay que olvidar tampoco la exacción, en especie o en metálico, que los mandos militares imponían a los habitantes de las zonas en las que operaban los ejércitos.

Alejandro Mon —uno de los ministros de Hacienda más relevantes en la historia del Banco de San Fernando, como antes lo fueron López Ballesteros y Mendizábal— trató, en enero de 1838, de poner orden en la vasta deuda flotante que la guerra generaba y que, como se ha dicho, estaba dispersa entre el Banco, los prestamistas particulares y los proveedores que, de forma más o menos voluntaria, abastecían de provisiones al ejército. La idea central de Mon era la siguiente: en primer lugar, efec-

tuar un cómputo exacto de las obligaciones pendientes del Tesoro. En segundo lugar, centralizar en el Banco el pago de dichas obligaciones, de acuerdo con unos plazos preestablecidos. En tercer lugar, obtener crédito adicional del conjunto de acreedores —entre ellos, en primera posición, el San Fernando— a cambio del mencionado compromiso, por parte del Gobierno, de ir satisfaciendo con regularidad los créditos pendientes. En este sentido, el Gobierno se obligaba a entregar sumas líquidas mensuales al Banco para amortizar determinadas obligaciones y, además, se facultaba al San Fernando para expender entre el público con descuento billetes de la anticipación forzosa de los 200 millones, aceptables en el pago de impuestos.

El plan de Mon, de indudable complejidad y envergadura, estaba bien diseñado, pero fallaba en su base. Las entregas de metálico a las que se había comprometido el Gobierno pocas veces fueron satisfechas en sus plazos debidos. En segundo lugar, los comisionados en provincias, encargados de ingresar íntegramente el producto de la anticipación de 200 millones, además del procedente de la contribución extraordinaria de guerra de 600 millones —fondos estos de vital importancia para el reintegro de antiguos débitos del Tesoro—, declararon no recibirlos más que en porciones insuficientes. La razón no era otra que las exigencias de la guerra, que desviaban dichos productos a las intendencias militares. Por último, el Banco manifestó su desconfianza acerca del cumplimiento de la promesa, que había formulado el Gobierno, de no entregar a otros sujetos, al margen de la operación centralizadora, documentos o billetes admisibles en el pago de contribuciones.

En efecto, pudo comprobarse, en el verano de 1838, que proliferaban los vendedores de billetes en el pago de contribuciones. En esa coyuntura, Alejandro Mon decidió suspender la admisión de billetes de la anticipación de 200 millones para el pago de cualquier clase de impuestos, salvo de la contribución extraordinaria de guerra. Esta prohibición perjudicaba sensiblemente al Banco, al que solo se le dejó la provincia de Madrid como demarcación en la que expender dichos activos con capacidad liberatoria en el pago de tributos.

En 1840 se intentó formalizar, por segunda vez, una centralización de créditos materializados en diferentes efectos admisibles en el pago de contribuciones ordinarias. El Banco entraría en esta segunda centralización, al haber dispuesto de la facultad —luego cercenada— de vender billetes de la anticipación de 200 millones con la expresada capacidad liberatoria.

Una vez más, se trataría de que el conjunto de los acreedores afectados, entre ellos el Banco, facilitase un préstamo adicional al Gobierno, a cambio de que el Tesoro les entregara nuevos billetes del Tesoro por un importe superior a sus créditos.

En sus relaciones con el Banco, a lo largo de estos años, el Tesoro se declaró, en repetidas ocasiones, incapaz de hacer frente a sus compromisos. Los gestores del San Fernando dieron sobradas muestras de su capacidad al renegociar los débitos impagados mediante la fijación de nuevos plazos y la aceptación por la Hacienda de nuevas garantías, eligiendo aquellas de valor más estable y más fácil realización. El medio generalmente utilizado en estos casos era la integración de créditos antiguos en una nueva anticipación. Entre las garantías señaladas en las operaciones de crédito del Banco en esta época destacan, en primer lugar, los ingresos sobrantes para el Tesoro de la anticipación de 200 millones o de la contribución de guerra y de las alhajas de las iglesias. Más tarde fueron añadidos otros activos, como el importe del diezmo, una vez que su recaudación correspondió a la Hacienda Pública, las acciones del Banco pertenecientes a instituciones del Antiguo Régimen ya extinguidas, cuya titularidad había pasado al Estado, y las delegaciones de azogues, es decir, documentos acreditativos de los productos que habían de corresponder al Gobierno en la enajenación del mercurio de las minas de Almadén.

Un caso especial de arbitrio para resarcirse de las anticipaciones al Tesoro lo representó la recepción, por los comisionados del Banco, de algunas rentas estancadas, como el tabaco o el papel sellado, de las cuales quedaron afectas al Banco la tercera y la quinta parte, respectivamente. El San Fernando, a través de sus corresponsales, ingresaría en las provincias dichos productos y aceptaría, por su parte, los efectos que girasen los proveedores de materias primas a las fábricas de tabaco. También admitiría libranzas de la Hacienda Pública sobre diferentes prestamistas o tesorerías y, con el resto de lo recaudado por estos conceptos, se reintegraría de las anticipaciones facilitadas al Gobierno, si así quedaba especificado en los correspondientes convenios. Al final de la guerra, el Banco obtuvo, a cambio de nuevas e importantes anticipaciones, la tercera parte de la renta de la pólvora, el salitre y el azufre, además de los arbitrios arriba mencionados. En julio de 1840, siendo ministro de Hacienda Ramón Santillán, fue establecida una nueva contribución extraordinaria de guerra, en esta ocasión por valor de 150 millones de reales. Con los primeros productos de dicha contri-

CUADRO 2

**Balances del Banco Español de San Fernando, 1834-1840**  
(Millones de reales)

	1834	1835	1836	1837	1838	1839	1840
<b>ACTIVO:</b>							
<b>Total</b>	<b>67,5</b>	<b>94,5</b>	<b>85,0</b>	<b>86,1</b>	<b>85,9</b>	<b>86,2</b>	<b>100,4</b>
Caja	20,5	21,9	14,5	9,5	3,5	4,3	9,2
Letras	24,3	20,8	6,0	3,1	1,1	0,4	10,3
<i>A cobrar</i>	1,2	1,0	0,6	1,6	0,9	0,2	6,3
<i>A negociar</i>	23,1	19,8	5,4	1,5	0,2	0,2	4,0
Comisionados	9,9	26,8	22,9	10,3	18,4	22,2	10,6
<i>En el Reino</i>	8,4	19,4	21,4	10,2	6,9	10,3	3,8
<i>En el extranjero</i>	1,5	7,4	1,5	0,1	11,5	1,9	6,8
Sector Público	6,6	17,6	30,2	55,4	54,2	49,1	61,0
Activo real	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Acciones propias	4,4	4,9	5,5	5,8	5,8	7,3	6,4
Deudores diversos	—	1,0	3,8	—	1,1	1,4	1,7
Varios	0,6	0,3	0,9	0,8	0,6	0,3	—
<b>PASIVO:</b>							
<b>Total</b>	<b>67,5</b>	<b>94,5</b>	<b>85,0</b>	<b>86,1</b>	<b>85,9</b>	<b>86,2</b>	<b>100,4</b>
Capital	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Reservas	1,7	2,2	2,4	3,0	3,5	3,9	—
Billetes en circulación	12,0	18,0	18,0	18,0	18,0	17,6	17,6
Depósitos	6,2	7,4	7,5	6,3	7,0	7,2	9,6
Sector Público	0,6	20,0	4,7	8,1	11,8	8,8	18,6
Acreedores diversos	1,5	1,8	2,0	3,7	0,9	0,1	5,3
Dividendos pendientes	0,7	0,8	1,0	1,2	—	—	—
Letras contra el Banco	—	—	5,1	2,2	—	—	—
Banco de San Carlos	0,8	0,9	0,3	0,2	1,0	1,0	1,1
Pérdidas y ganancias	3,6	3,1	3,8	3,4	3,2	7,3	7,5
Varios	0,4	0,3	0,2	—	0,5	0,3	0,7

Fuente: Archivo Histórico del Banco de España, Banco Español de San Fernando, libros 839, 840, 841, 842, 843, 844 y 845.

bución el Banco quedó reintegrado de un adelanto de ocho millones de reales.

En el cuadro 2 aparecen los balances del Banco de San Fernando durante los años de la guerra. Los activos totales crecieron más de un 48 % a lo largo de seis años. A partir de 1836 es el epígrafe de Sector Público el más importante, desde el punto de vista cuantitativo, del activo. Pero, en realidad, otras partidas del balance también recogían operaciones de crédito con la Hacienda, como los comisionados, a quienes se confiaba la recepción en provincias de ingresos públicos afectados a anticipaciones del Banco o la colocación, entre los particulares, de títulos del empréstito forzoso de los 200 millones y otros efectos emitidos por el Gobierno. Asimismo, las relaciones del Banco con sus corresponsales extranjeros frecuentemente se basaban en operaciones de crédito al Tesoro español en el exterior. Por todo ello, resulta plausible atribuir a las relaciones crediticias del Banco con el Gobierno más de un 70 % del activo, a partir, sobre todo, de 1837.

Las abultadas cifras de la caja, sobre todo de 1834 a 1836, no deben identificarse con unas existencias metálicas tan elevadas. En realidad, el efectivo en caja solía fluctuar en torno al 22 % del importe de los billetes en circulación. Los arqueos efectuados en la caja revelan que se incluían como activos líquidos las letras vencidas y pendientes de cobro. Es digna de subrayarse la estabilidad en las cifras de emisión de billetes que crecieron de 12 a 18 millones de reales en 1835, sin más aumento en los años siguientes e, incluso, con una ligera disminución en 1839 y 1840. Debieron influir, en esta actitud de prudencia en la emisión de billetes, varias circunstancias, como el temor a que las fluctuantes condiciones de la guerra y de la política indujeran, en un momento determinado, al rechazo del público hacia el papel moneda. Asimismo, la profusión de efectos del Tesoro que circulaban con poder liberatorio en el pago de impuestos pudo disuadir a las autoridades del Banco de aumentar la emisión de sus propios billetes. Tampoco se modificó la cuantía del capital desembolsado. Aunque los estatutos prevenían la posibilidad de elevar el capital efectivo del Banco a 60 millones de reales, la Junta de

Gobierno, que debatió esta circunstancia en 1835, decidió abstenerse de proceder a dicha elevación. En ese año, las acciones se cotizaban con un 9 % de depreciación, a pesar de las ganancias obtenidas por el Banco. En 1839, el año del Convenio de Vergara, se estimaron un 10 % sobre el nominal.

### 3. LOS COMIENZOS DEL MODERNO CAPITALISMO EN ESPAÑA

El final de la guerra tuvo, entre otras consecuencias, la movilización de ahorro, principalmente en Madrid y Barcelona, que se materializaría, en este último caso, de una forma destacada, en la formación de capital industrial. En Madrid, a lo largo de la década de 1840, se crearon diversos bancos y sociedades financieras, al reclamo de una economía que demandaba mayor cantidad de medios de pago. También en Barcelona se manifestó dicha demanda y, para satisfacerla, se crearon bancos y otras sociedades relacionadas con el sector financiero. Entre todos ellos destacaba el Banco de Barcelona, creado en 1844, con facultad de imprimir billetes.

En Madrid, el capital de las sociedades mercantiles creadas entre 1841 y 1848 superó los 6.864 millones de reales. Además, la Bolsa entró, a partir de 1844, en un ciclo alcista, debido a la inversión por parte de individuos pertenecientes a muy diferentes grupos sociales, que solo se frenó con la crisis de 1847. Entre dichas sociedades abundaban las radicadas en el sector financiero. En 1847 se contabilizaban 10 casas de banca en forma de sociedad anónima, con un capital desembolsado superior a los 400 millones de reales. La elevada demanda de liquidez manifestada por el público se reflejó en la creación, por las entidades crediticias recién inauguradas, de activos financieros pagaderos en efectivo —obligaciones al portador, recibos de depósitos en metálico o simples talones—, que se parecían a los auténticos billetes de banco.

Entre todas estas entidades destaca el Banco de Isabel II, que surgió en 1844 de la iniciativa de varios financieros y empresarios muy conocidos, como Gaspar Remisa, Nazario Carriquiri, Manuel Gaviria y Manuel Agustín Heredia. Pero el más activo de todos estos promotores era un diputado y hombre de negocios, José Salamanca, que se había dado a conocer unos años antes, en 1841, por su intervención en las negociaciones de la Regencia de Espartero para la reanudación del servicio de la deuda externa, interrumpido desde 1837. A Salamanca, junto con Safont, en ese mismo año de 1841, le fue adjudicado por la Hacienda el arrendamien-

to de la sal. A mediados de la década de 1840, la fama de Salamanca se tornó legendaria, al obtener importantes beneficios en la Bolsa de Madrid. En 1844, año de la fundación del Banco de Isabel II, Salamanca consiguió, para una sociedad de la que formaba parte el propio Banco de San Fernando, el arrendamiento del tabaco.

El capital del Banco de Isabel II quedó fijado en 100 millones de reales y la emisión de billetes en el duplo del efectivo en caja. En 1847 el papel moneda emitido por este Banco y en manos del público alcanzó los 116 millones de reales. Los billetes del Isabel II cubrían denominaciones muy dispares, desde los 10.000 a los 200 reales. El Banco de San Fernando nunca había impreso billetes con menos de 500 reales. Otra innovación del Banco de Isabel II respecto a su competidor de Madrid fue la apertura de una sucursal en Cádiz, que recibiría el nombre de Banco Español de Cádiz. En realidad, este establecimiento surgió como banco en forma de sociedad anónima, con el cometido de poner en circulación en la ciudad gaditana los billetes del Banco de Isabel II.

La reacción primera del Banco de San Fernando ante la aparición de otro banco emisor en Madrid fue de indignación. Se elevaron protestas legales a la Reina, a las Cortes y al Gobierno y se planteó la cuestión ante los tribunales. El San Fernando reclamaba su status de banco emisor único en Madrid y acusaba al Banco rival de haber sido autorizado por Decreto y no por Ley, como era preceptivo. Asimismo, sus gestores y sus asesores legales adujeron falta de precedentes en Europa, donde no habían coexistido dos bancos con el privilegio de emisión en una misma capital.

Las protestas del Banco de San Fernando fueron en vano. El Banco de Isabel II prosiguió su existencia sin problemas legales de ningún tipo. En todo caso, estimuló al Banco de San Fernando, cuyos activos totales más que se triplicaron entre 1841 y 1846 (cuadro 3). Su capital desembolsado pasó de 40 millones de reales —el capital fundacional— a 80 millones de reales en 1846. El valor de los billetes en circulación casi se quintuplicó entre 1841 y 1846. La emisión de billetes pasó de 17 millones de reales en 1841 a 24,5 millones dos años más tarde, a 60 millones en 1844 y a 80 millones en 1846. Las cifras de la caja son muy elevadas, pero no se traducen en su totalidad en efectivo. A finales de 1843, el arqueo recogía una suma de 4,2 millones de reales en metálico, situándose el encaje en algo más del 17 %, aunque el Banco contaba, hasta más de 12 millones de reales, con letras disponibles al cobro. En 1844 el encaje metálico era solo del 13 %, pero se disponía de letras de inmediato vencimiento por

CUADRO 3

Balances del Banco Español de San Fernando, 1841-1846  
(Millones de reales)

	1841	1842	1843	1844	1845	1846
<b>ACTIVO:</b>						
<b>Total</b>	<b>117,4</b>	<b>117,9</b>	<b>123,1</b>	<b>267,8</b>	<b>349,4</b>	<b>424,4</b>
Caja	23,2	20,3	17,2	70,0	71,1	95,0
Letras	9,1	1,1	10,0	0,3	1,4	50,9
<i>A cobrar</i>	0,2	—	0,4	0,2	1,4	0,7
<i>A negociar</i>	8,9	1,1	9,6	0,1	—	50,2
Corresponsales	18,1	21,7	19,6	76,7	129,5	51,1
<i>En España</i>	15,7	20,9	18,7	76,3	121,1	46,6
<i>En el extranjero</i>	2,4	0,8	0,9	0,4	1,4	4,1
Sector Público	56,6	65,9	68,2	118,9	144,1	223,7
Acciones propias	6,4	6,4	6,4	—	—	—
Deudores diversos	2,8	0,5	—	0,4	1,9	2,0
Activo real	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Varios	—	0,8	0,5	0,3	0,2	0,5
<b>PASIVO:</b>						
<b>Total</b>	<b>117,4</b>	<b>117,9</b>	<b>123,1</b>	<b>267,8</b>	<b>349,4</b>	<b>424,4</b>
Capital	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	80,0
Reservas	2,7	3,7	5,7	15,0	27,8	3,7
Billetes en circulación	17,0	16,9	24,5	60,1	60,2	80,0
Depósitos	10,3	10,2	12,5	18,6	19,6	37,6
Sector Público	31,4	30,7	17,3	59,2	54,8	77,3
Banco de San Carlos	1,3	1,4	1,9	—	4,8	—
Acreedores diversos	10,4	7,9	11,5	57,3	122,6	120,4
Pérdidas y ganancias	4,2	6,5	9,1	17,6	19,3	24,4
Varios	0,1	0,6	0,6	—	0,3	1,0

Fuente: Archivo Histórico del Banco de España, Banco Español de San Fernando, libros 846, 847, 535, 536, 537 y 538.

valor de 63 millones de reales. En 1845, tal vez previniendo una coyuntura más difícil, aumentó el encaje al 69 %, y la cuantía de la caja —en efectivo y papel liquidable— superó la correspondiente a la emisión. Los resultados de esta multiplicada actividad —por efecto de la coyuntura favorable y del crecido crédito prestado a la Hacienda, pero también por el estímulo que la competencia del Banco de Isabel II representaba— fueron muy brillantes: si de 1841 a 1843 se repartió a los accionistas un dividendo del 11 % sobre el capital, en 1844 y en 1845 se le proporcionó el 22 %.

El aumento de los recursos ajenos también fue perceptible: entre 1841 y 1846 los depósitos más que se triplicaron y las cuentas corrientes, que representaban una novedad para el San Fernando, se decuplicaron. Del lado del activo, los descuentos y, sobre todo, las negociaciones aumentaron, quintuplicándose estas últimas. Pero el incremento más impresionante correspondió a la cuenta del Banco con el Sector Público, que pasó de 56 millones de reales en 1841 a 223 millones en 1847.

En realidad, el Banco de San Fernando demostró, a lo largo de su existencia, su nivel más alto de eficiencia en la gestión bancaria en sus relaciones con el Sector Público. Cuando la competencia con el Banco de Isabel II le forzó a ampliar su actividad de intermediación financiera con el sector privado, no dejaron de surgir errores de administración y de control, algunos muy graves, como quedó de manifiesto con ocasión de la apertura, en el Banco, de una caja de liquidación de valores, dirigida a facilitar a los depositantes del San Fernando la realización de operaciones a plazos en la Bolsa de Madrid. Los miembros de la Junta de Gobierno comprobaron de manera fehaciente el incumplimiento de las normas más elementales de prudencia y aun de seguridad, y la actuación del propio director en relación con las actividades ordinarias de descuento de efectos quedó en entredicho. A consecuencia de ello, el director presentó inmediatamente su dimisión.

Si no trascendieron al público más de lo imprescindible estos hechos, fue por los excelentes resultados que el Banco obtenía en las ope-

raciones con el Ministerio de Hacienda. Alejandro Mon, de nuevo ministro en 1844, llevó a cabo, durante esta gestión, tres reformas de gran calado en la organización financiera del Estado. Una fue la ordenación y consolidación de la enorme masa de deuda flotante, generada durante la guerra civil con prestamistas privados y proveedores del Ejército, que ascendía a cerca de 1.000 millones de reales. Ramón Santillán tuvo una participación muy destacada en esta reforma, consistente en convertir a diferentes tipos, según la modalidad de la deuda flotante sujeta a examen, en títulos de deuda del Estado, es decir, deuda a largo plazo del 3 %. Esta última era la misma que se había creado en 1841, durante la Regencia de Espartero, para capitalizar los intereses vencidos y no pagados de la deuda interior y exterior, desde 1837 hasta dicho año. La conversión de la deuda flotante exigió unas arduas negociaciones con los distintos grupos de tenedores de papel del Tesoro.

La segunda gran realización de Mon —también con Santillán en un lugar preeminente en el desarrollo del proyecto— fue la reforma tributaria de 1845, que dio lugar, a pesar de sus defectos e insuficiencias, al primer sistema impositivo moderno en España, y que entrañó, entre otras modificaciones respecto al régimen tributario anterior, un crecimiento notable de los ingresos ordinarios, a partir de la introducción de la imposición directa, especialmente sobre el producto de la agricultura, ganadería e inmuebles.

La tercera innovación realizada por Alejandro Mon, en su gestión ministerial de mediados de la década de 1840, fue la configuración del Banco como tesorero del Gobierno. Esta medida precisaba de las dos anteriores, es decir, de la liquidación de las deudas de guerra —entre otros acreedores, con el propio Banco— y del aumento de los ingresos ordinarios, gracias a la reforma del sistema tributario. Conseguidos estos dos objetivos, el Banco se encontraba en disposición de servir de prestamista habitual y preferente del Gobierno. Quedaba así este liberado del recurso al oneroso crédito de los prestamistas particulares, sin el cual, por otra parte, y como reconoció Santillán en sus Memorias, nunca se hubiera ganado la guerra. El Banco adelantaría, por trimestres o cuatrimestres, una crecida proporción de los ingresos que, en cada ejercicio, el Gobierno había presupuestado. En cada convenio anual quedaban establecidos una serie de controles a fin de que no se desbordara el endeudamiento del Tesoro con la institución emisora. En 1846 llegaría a concebirse el plan de identificar al Banco con el propio Tesoro, de manera que el San Fernando adelantaría al Gobierno la mayor parte de los ingresos ordinarios previstos, al tiempo que en

su caja, y en las de sus comisionados, habrían de entrar todos los productos de las contribuciones y rentas de cada ejercicio.

#### 4. LA CRISIS DE 1847 Y LA FUSIÓN DE LOS DOS BANCOS EMISORES DE MADRID

Los beneficios que alcanzaba el Banco iban en aumento, y la cotización de sus acciones en alza, a pesar de que las perturbaciones arriba mencionadas que se detectaron en la administración del Instituto y las dificultades producidas en el seno de la Junta de Gobierno, con motivo del nombramiento del nuevo Director —finalmente fue designado para este puesto Joaquín Fagoaga y Dutari, de larga experiencia en la Junta de Gobierno y en la propia Dirección—, ensombrecieron levemente la apreciación de dichos títulos. Sin embargo, como ya se ha dicho, la Junta de Gobierno decidió elevar el capital del Banco a 80 millones de reales, desde los 40 millones del capital fundacional.

A niveles más altos se cotizaban, en 1846, las acciones del Banco de Isabel II: 166 % en enero, 200 % en mayo, 230 % en octubre. No se correspondía este alza en la apreciación en Bolsa de dichos títulos con los dividendos repartidos: un 4 %, en 1845, frente al 22 % del Banco de San Fernando. La razón del auge en las cotizaciones de los títulos del Banco de Isabel II estribaba en las favorables condiciones con que esta institución concedía préstamos con la garantía de las propias acciones, según el nivel de aprecio alcanzado en la Bolsa. Cuanto más altas fuesen las cotas logradas por dichas acciones, mayor era la suma que se facilitaba a los demandantes de crédito con hipoteca sobre tales títulos (cuadro 4). En una coyuntura alcista, como la del decenio de 1840, eran muchos los que demandaban liquidez para inversiones societarias o bolsísticas. Sobresalió en esta actividad, en 1846, José Salamanca, quien llegó a acumular, por dicho concepto, una considerable deuda con el Banco de Isabel II, hasta el punto de verse obligado a dar explicaciones ante la Junta de Dirección acerca del crédito recibido de la institución. Salamanca se encontraba, en aquellos momentos, reuniendo fondos para la construcción del ferrocarril de Madrid a Aranjuez.

En 1847 una serie de factores disturbaban la normalidad de los mercados financieros y monetarios en Europa. Como atestiguaron los observadores contemporáneos, entre ellos John Stuart Mill, los efectos de las malas cosechas obligaron a las economías del Viejo Continente a realizar importaciones masivas de productos alimenticios, con lo cual se produjo un déficit en



CUADRO 4

**Inversiones del Banco de Isabel II, 1845-1847  
(Millones de reales)**

	Préstamos	Descuentos	Giros	Total
12.VII.1845	38,2	20,7	9,7	68,6
16.VIII.1845	46,0	19,8	12,5	78,3
13.IX.1845	47,5	17,8	11,4	76,7
18.X.1845	57,8	29,4	6,7	93,9
22.XI.1845	52,2	33,3	2,4	88,9
27.XII.1845	88,8	28,8	3,8	121,4
17.I.1846	94,0	26,2	1,6	121,8
14.II.1846	95,1	17,9	6,9	119,9
14.III.1846	93,7	13,8	2,6	110,1
18.IV.1846	94,9	12,7	2,4	110,0
16.V.1846	94,9	11,6	2,5	108,0
13.VI.1846	95,4	10,5	4,8	110,7
18.VII.1846	100,3	11,9	3,0	115,2
14.VIII.1846	132,4	12,7	0,7	145,8
12.IX.1846	147,0	3,9	—	150,9
17.X.1846	149,8	15,4	—	165,2
14.XI.1846	95,6	9,8	—	105,4
12.XII.1846	127,2	9,7	1,4	138,3
16.I.1847	140,1	6,4	0,1	146,6
20.II.1847	131,3	6,2	2,0	139,5
20.III.1847	132,3	7,7	0,9	140,9
17.IV.1847	110,4	5,1	1,0	116,5

Fuente: Archivo Histórico del Banco de España, Banco de Isabel II, libros 951 y 952.

las balanzas de pagos y una salida neta de metálico de la circulación. Por otra parte, la inversión creciente en Bolsa, sobre todo en valores ferroviarios, en Gran Bretaña y otros países, provocó la escasez de dinero líquido y forzó un aumento de los tipos de interés. En tales circunstancias, los inversores en los mercados de valores comenzaron a asumir expectativas pesimistas, produciéndose un descenso generalizado de las cotizaciones. La escasez de metálico obligó, en algunas naciones, a implantar el curso forzoso, por algún tiempo, de los billetes de Banco.

La adversa coyuntura internacional afectó, como era de esperar, a la economía financiera de Madrid. Por otra parte, existían circunstancias internas que contribuyeron a enrarecer el mercado monetario, como la crisis de subsistencias sobrevenida también en España en 1847 y la escasez de metálico que se experimentaba desde hacía varios años. Los cambios en París y Londres, ya alterados en 1846, empeoraron, en los años siguientes, con una subida del 6 % entre 1845 y 1848.

La escasez de metálico alarmó al público, que demandó, en cantidades crecientes, el canje de sus billetes de banco por efectivo. Las cotizaciones en la Bolsa de Madrid iniciaron

una caída continuada desde los últimos meses de 1846. Las acciones del Banco de Isabel II perdieron un 26 % en un semestre, entre octubre de 1846 y abril de 1847. Lógicamente, la posición acreedora de este Banco, con una voluminosa cartera de préstamos sobre valores cotizables en Bolsa, se vio rápidamente deteriorada. A comienzos de 1847, las perspectivas de suspensión de pagos del Isabel II, en medio de rumores sobre irregulares tratos de favor del Banco a José Salamanca, se generalizaron, con el consiguiente desvío del público hacia la mayoría de las entidades de crédito.

El ministro de Hacienda —Ramón Santillán, en aquellos momentos— decidió atajar con energía y presteza la incipiente situación de pánico y creyó encontrar la mejor medida posible para solucionar el problema en la fusión inmediata del Banco de Isabel II con el Banco de San Fernando. Entre las bases de la fusión se explicitaba que el capital del nuevo Banco resultante sería de 400 millones de reales, representados por 200.000 acciones de 2.000 reales cada una. Cada banco aportaría, de inmediato, 100 millones de reales para la fusión, intercambiándose las acciones de las antiguas entidades por las del nuevo banco, que conservaría el nombre de Banco de San Fernando. Se preveía, para más adelante, un examen valorativo de los activos entregados por cada banco, pero parece claro que las bases de esta operación favorecían la equiparación de los créditos de ambos institutos al disponerse, desde un principio, la equivalencia de sus contribuciones al capital común.

El proceso de fusión, como cabe esperar, no fue fácil. Las directrices dadas desde el Gobierno sobre aportaciones iguales de capital por parte de los dos bancos probablemente estimularon a los accionistas del Banco de Isabel II para presionar a los del San Fernando, a fin de contar unos y otros con el mismo número de representantes en la Junta General unificada y en los cargos de responsabilidad de la nueva entidad. La finalidad de esta pretensión de paridad, según expresaron claramente los accionistas del Banco de Isabel II, fue la de no quedar en minoría a la hora de calificar los créditos que habían de formar el capital del nuevo Banco de San Fernando. El nombramiento de Salamanca como ministro de Hacienda el 28 de marzo, sin duda contribuyó a reforzar la posición de los antiguos accionistas del Banco de Isabel II en sus peticiones. El 10 de mayo de 1847 la comisión examinadora o recibidora de los activos de los dos primitivos bancos se reunió para cumplir su cometido. Acordaron sus miembros aceptar sin problemas los activos del Banco de San Fernando, valorados en 100 millones de reales. También se aceptaron los del Isabel II,

por idéntica suma, desglosada en 5,6 millones de reales de descuentos, 90,6 millones de reales en préstamos con garantía de valores y 3,8 millones en el edificio, que era la antigua y majestuosa casa de los Cinco Gremios. Los 90,6 millones de reales de los préstamos incluía los facilitados, en corta medida, sobre efectos del Estado, sobre 7.500 acciones del ferrocarril de Aranjuez a Madrid, propiedad de Salamanca, y el resto sobre acciones del propio Banco, valoradas a 2.550 reales cada una, cuando el nominal desembolsado era de 4.000 reales, lo cual quiere decir que fueron aceptadas con una depreciación del 36 %. Se hizo explícito, por los miembros de la comisión recibidora, el corto número de accionistas beneficiados por estos créditos. Más tarde, se dio a conocer que Salamanca había recibido más de 40 millones de reales sobre sus acciones del Banco, junto con otra cantidad parecida sobre títulos del ferrocarril y efectos públicos.

Salamanca, durante el tiempo en que fue ministro, cinco meses escasos, influyó en el Banco de San Fernando —en el nuevo Banco resultante de la fusión— para que traspasara el crédito que tenía sobre acciones del Isabel II a otra garantía constituida por acciones del ferrocarril de Madrid a Aranjuez. Previamente, estos títulos fueron declarados, a todos los efectos, equiparables a valores del Estado, y se promulgó una Real Orden por la cual el Gobierno se hacía responsable, en segunda instancia, de los pagarés de préstamos que el Banco concediera, por una cantidad no superior al nominal, sobre las acciones de la mencionada compañía ferroviaria.

Cuando Salamanca dejó el Ministerio, el Banco se encontró con la previsible e ingrata evidencia de que sus sucesores en Hacienda se desentendieron del compromiso contraído por aquel acerca de la responsabilidad atribuida al Gobierno como garante de los préstamos concedidos sobre el valor de las acciones del ferrocarril. El Gobierno aconsejó al Banco que procediera contra los deudores morosos por dicho concepto. Salamanca mantenía en 1847 una deuda con el Banco, por los pagarés vencidos del ferrocarril Madrid a Aranjuez, superior a los 25 millones de reales.

No obstante los graves problemas de créditos irrealizables, al menos a corto plazo, con que se encontró el Banco en 1847, al cabo de la fusión del San Fernando con el Isabel II, otras cuestiones pendientes siguieron un curso más favorable para los intereses del Instituto emisor. Entre ellas, la entrega por la Hacienda al Banco, cuando aún era ministro Salamanca, de 100 millones de reales a cambio de billetes del Tesoro que el San Fernando conservaba en

su caja. Con ello, se intentaba cerrar, o al menos reducir en una proporción elevada, la deuda del Gobierno con el Banco. El Banco de San Fernando, desde la fusión de los dos emisores madrileños, había suspendido temporalmente sus funciones de tesorería con el ejecutivo.

También había quedado rescindido el convenio que estableció en su día el Banco de Isabel II con el Banco Español de Cádiz para la circulación, en esta plaza, de los billetes del primero. A partir de entonces, la sociedad bancaria gaditana quedaría desvinculada del nuevo Banco de San Fernando.

La devolución de una parte considerable de los débitos de la Hacienda con el Banco pareció despejar las dudas sobre la posibilidad de proceder a un nuevo convenio con el Gobierno para servicios de tesorería en el año 1848. Hubo otras manifestaciones de vuelta a la normalidad, como la confección de nuevos billetes decidida a raíz de una falsificación descubierta en julio de 1847, es decir, unos meses después de llevarse a cabo la fusión del primer San Fernando con el Isabel II. La nueva Junta de Gobierno se propuso despejar cualquier tipo de suspicacias hacia la institución emisora y, por otra parte, parecía lógico que, tras la reorganización del Banco, fueran sustituidos los antiguos billetes por los del nuevo San Fernando.

En marzo de 1848 quedaron aprobados los estatutos del nuevo San Fernando, pero aún no había acabado la serie de contrariedades a las cuales los gestores del Instituto tuvieron que enfrentarse. En 1848 un movimiento revolucionario surgido en Francia conmovió toda Europa, de manera que la confianza del público en el Banco y, en general, en el sector crediticio de la economía madrileña, no enteramente restaurada desde el año anterior —debido, sobre todo, a la persistencia de los considerables créditos impagados y casi incobrables, procedentes del Isabel II—, se retrajo aún más, ante las inciertas perspectivas políticas y financieras. El general Narváez, presidente del Gobierno entonces, con amplio respaldo de los moderados y de una parte de los progresistas, adoptó varias medidas excepcionales para atajar la revolución, como la suspensión de las garantías constitucionales y el establecimiento de una contribución extraordinaria de 200 millones de reales.

Los conatos insurreccionales en Madrid y otras ciudades fueron pronto sofocados, pero la desconfianza del público hacia el Banco, lejos de apaciguarse, fue en aumento. Las alteraciones políticas —e, inevitablemente, económicas— en el conjunto de Europa vinieron a su-

marse a las anteriores causas de recelo, como el escándalo político sobre la garantía pública concedida a las acciones del ferrocarril y las noticias acerca de los deudores morosos del Banco, entre ellos Salamanca, que se encontraba huido en el extranjero. En esas circunstancias, se retiró el metálico de la circulación, en España y en otras naciones, y los billetes del San Fernando comenzaron a circular con descuento, tanto más cuando los responsables del Banco acordaron entorpecer los trámites de canje de papel moneda por efectivo. A finales de abril de 1848, el metálico en caja representaba apenas el 5 % de los billetes en manos del público, cuando los estatutos preveían un encaje de la tercera parte del circulante.

El Banco apremió al Gobierno para que le reintegrara en metálico, y no en activos de vencimiento más o menos dilatado, una parte, al menos, del descubierto que mantenía en aquellos momentos y que estaba próximo a los 170 millones de reales. Un nuevo ministro de Hacienda, Francisco de Paula Orlando —anteriormente, comisario regio del San Fernando—, ordenó una serie de disposiciones para apoyar al Banco. Entre ellas figuraba el nombramiento de nuevos vocales de la Junta de Gobierno, en personas de reconocida solvencia y dedicación a los intereses del San Fernando en épocas pasadas, la revisión de los estatutos, el arreglo de las oficinas y la formación inmediata de un balance y de un estado de los créditos contra el Gobierno y de las garantías depositadas por este en la institución emisora. Asimismo, el ministro Orlando decidió, aunque no se hubiera llegado aún al tope de emisión, reducir la circulación de billetes y pasar a la Dirección General de Deuda Pública las planchas, sellos, estampillas y papel que se guardaban en el Banco para la impresión de papel moneda.

Estas medidas, de claro signo intervencionista, estaban inspiradas por la voluntad de mostrar al público el respaldo que el Gobierno proporcionaba al Banco, pero tuvieron un efecto contrario. La sensación que cundió en Madrid fue la de alarma, ante la creencia de que el Banco había abusado irresponsablemente de su facultad emisora, hasta el punto de tener que hacerse cargo el Gobierno de los instrumentos destinados a estampar billetes.

El Gobierno llevó a cabo, a mediados de 1848, su propósito de establecer un empréstito forzoso de 100 millones de reales, a repartir entre los mayores contribuyentes por los impuestos directos sobre el producto de la agricultura, ganadería, inmuebles, comercio e industria. Otro Decreto dispuso un donativo forzoso, de una mensualidad de sus haberes, a la mayor parte de los funcionarios públicos.

Mientras la Junta de Gobierno —con la incorporación de nuevos vocales, decidida por el Ministerio— se ocupaba de cumplir las disposiciones recibidas del Ejecutivo, se conoció la súbita desaparición del director del Banco, Joaquín Fagoaga, quien ocupaba este cargo después de haberlo hecho en el primitivo Banco de San Fernando, en diversas ocasiones. Se supo enseguida que se había cometido un desfalco en la caja por valor de varios millones en efectivo y en títulos.

El crédito del Banco llegó, en el verano de 1848, a su nivel más bajo. Se retiró gran parte del metálico del San Fernando, a cambio de billetes, siendo la cobertura de estos de solo el 1,5 %. El Gobierno se comprometió a ingresar en el Banco el producto del empréstito forzoso de 100 millones de reales y se declararon admisibles los billetes del San Fernando en el pago de derechos de aduanas, a fin de extender provisionalmente la admisión de este papel moneda a toda España.

Tras Orlando, se ocupó de nuevo Alejandro Mon de la cartera de Hacienda, en agosto de 1848. Evidenció Mon una temprana preferencia por el sistema que regía en el Banco de Inglaterra a raíz de la Ley Peel de 1844. Consistía dicho sistema en la separación del Banco en dos departamentos claramente delimitados: uno de emisión de billetes, cuyo íntegro valor quedaba respaldado por oro, y otro de carácter comercial, destinado a facilitar crédito. El 8 de septiembre una Real Orden determinó que la emisión, pago y amortización de los billetes del Banco se efectuaría en un departamento especial, independiente del resto de dependencias del Banco. Para resguardar la efectividad del departamento de emisión se ingresaron en él 100 millones de reales en efectos públicos. A medida que dichos valores fueran realizándose, serían repuestos por otros, de manera que siempre estuviese el departamento completamente afianzado. En realidad, la mayoría de los efectos públicos ingresados en el departamento de emisión procedían de depósitos y entregas realizados anteriormente por el Gobierno, en diferentes operaciones con el Banco, y de los que se esperaba su vencimiento. El departamento de emisión se encontraría bajo la autoridad del director general del Tesoro, dos representantes del comercio de Madrid, el director del San Fernando y otros tres individuos procedentes del Banco. La Presidencia de esta junta correspondería al comisario regio. Los billetes en circulación no excederían de 100 millones de reales, con lo cual se igualaba su importe con el de los valores que los respaldaban en la caja del departamento de emisión.

Mon aseguró a los miembros de la Junta de Gobierno del Banco que estas medidas eran transitorias y solo permanecerían en vigor hasta que se restaurara la confianza del público y los billetes circularan sin merma de su valor. En septiembre de 1848 quedó rescindido el servicio de tesorería del San Fernando con el Gobierno. A fines de este año se llevó a cabo un plan de austeridad en los gastos corrientes, que afectó principalmente a la plantilla del Banco.

El 4 de mayo de 1849 quedó promulgada la Ley de Reorganización del Banco, cuyo rasgo más llamativo era el mantenimiento del departamento de emisión, aunque este quedaría bajo la autoridad exclusiva de los órganos directivos del San Fernando. La Ley Mon de 1849 fijaba el capital efectivo en 200 millones de reales, representado por 100.000 acciones de a 2.000 reales cada una. Si antes de acabarse el período de veinticinco años (a partir de 1847) de concesión para el San Fernando, quedaba el capital de este reducido a la mitad, se verificaría la inmediata liquidación del instituto emisor. El límite de emisión quedaba establecido en la mitad del capital efectivo. Solo por Ley podría ampliarse dicho tope para emitir billetes, los cuales serían pagados al portador y a la vista en Madrid y en las cajas subalternas que se establecieran en provincias. El importe de cada billete no podría bajar de 500 reales. El metálico en la caja —moneda y barras— habría de ser, al menos, de la tercera parte del valor de los billetes en circulación. El San Fernando debería ponerse de acuerdo con los emisores de Barcelona y Cádiz para que, en adelante, hubiera solo un banco de esta clase en España. De no producirse esta unión, los bancos de Barcelona y Cádiz habrían de igualar las sumas de sus respectivos billetes en circulación con el importe de sus capitales efectivos. Las disposiciones sobre encaje, nominal de los billetes, apertura de sucursales, reservas, liquidación del Instituto y otras previstas por la Ley de 1849 para el Banco de San Fernando serían extendidas a los de Barcelona y Cádiz.

El fondo de reserva equivaldría al 10 % del capital efectivo, es decir, 20 millones de reales, formado por los beneficios líquidos que produjesen, en cada ejercicio, las operaciones del Banco, con deducción del 6 % de interés anual para los accionistas. Los beneficios que excedieran de la suma de gastos e intereses se aplicarían, por mitades, a los accionistas y al fondo de reserva, hasta alcanzarse los 20 millones. Completados estos, se repartirían íntegramente a los accionistas los beneficios obtenidos en las operaciones del Banco. Quedaban prohibidos los préstamos sobre las propias acciones y la negociación de efectos públicos. Las operacio-

nes quedaban limitadas a «descontar, girar, prestar, llevar cuentas corrientes, ejecutar cobranzas, recibir depósitos y contratar con el Gobierno y sus dependencias autorizadas». El Banco quedaba dividido en dos secciones, una de emisión y otra de descuentos. Al frente de cada una de ellas habría un subgobernador, de nombramiento real. El Gobierno, por su parte, nombraría al gobernador del Banco.

## 5. LA ETAPA SANTILLÁN

A mediados de 1849 la confianza del público en el Banco había quedado restablecida, en buena medida, por la cuantía de sus recursos metálicos y de los efectos a corto plazo de plena seguridad. El Gobierno firmó un convenio con el Banco para el pago del semestre de la deuda. También se abrieron vías para la resolución de asuntos pendientes, como los de Salamanca y otros deudores en suspenso.

Sin embargo, las acciones del San Fernando se cotizaban, en el último cuatrimestre de 1849, entre el 76 % y el 82 % de su valor. La razón no era otra que el peso excesivo de créditos incobrables que se arrastraban desde la fusión del primer Banco de San Fernando con el de Isabel II. La búsqueda de una salida definitiva a dicha situación era el mayor problema a que se enfrentaba el primer gobernador del Banco, Ramón Santillán, nombrado para este puesto por el ministro de Hacienda, Juan Bravo Murillo, en diciembre de 1849. Al parecer, Alejandro Mon había pensado que desempeñase dicha función Antonio Guillermo Moreno, senador y uno de los principales hombres de negocios en la España de mediados del siglo XIX, y que había formado parte, en el pasado, de la Junta de Gobierno del San Fernando. Se continuaría así con la tradición de situar al frente del Banco a un comerciante o banquero de prestigio, como Andrés Caballero o Joaquín Fagoaga. Rehusó el cargo repetidamente Antonio Guillermo Moreno, y Juan Bravo Murillo, sucesor de Mon, designó a Santillán primer gobernador del San Fernando. A diferencia de sus antecesores al frente del Banco, la experiencia de Santillán no se había desenvuelto en el sector privado sino en el público, al que había servido como oficial del Ejército, primero, y como funcionario del Ministerio de Hacienda, más tarde, llegando a ocuparse de esta cartera en dos ocasiones, una en 1840, en el gabinete de Evaristo Pérez de Castro, y otra en 1847, en el de Carlos Martínez de Irujo, duque de Sotomayor.

Una de las primeras decisiones que tomó Santillán al ponerse al frente del Banco fue la formación de un balance, clasificando las partidas del activo, en función de su liquidez y se-

CUADRO 5

**Balance del Banco Español de San Fernando  
a 31 de diciembre de 1849  
(Millones de reales)**

ACTIVO:	
PRIMERA CLASE:	
<b>Total</b>	<b>53,8</b>
Caja	18,0
Comisionados (a)	25,1
Azogues (b)	3,8
Letras a negociar	5,8
Otras cuentas	1,1
SEGUNDA CLASE:	
<b>Total</b>	<b>82,0</b>
Débitos del Gobierno	82,0
TERCERA CLASE:	
<b>Total</b>	<b>51,6</b>
Coste de efectos del Banco	29,7
Obligaciones de bienes del Clero	15,4
Entregas a la quiebra de Fagoaga	0,6
Garantía de pleitos	0,9
Activo real (c)	5,0
CUARTA CLASE:	
<b>Total</b>	<b>205,1</b>
Pagarés vencidos	178,0
Créditos del antiguo Banco	1,5
Tesorería de la Real Casa	1,1
Fagoaga, desfalco en efectivo	7,3
Letras protestadas de la sociedad El Iris	14,6
Otros débitos	0,9
Comisionados en quiebra	1,7
RESUMEN DEL ACTIVO:	
<b>Total</b>	<b>392,5</b>
Créditos de primera clase	53,8
Créditos de segunda clase	82,0
Créditos de tercera clase	51,6
Créditos de cuarta clase	205,1
PASIVO:	
<b>Total</b>	<b>392,5</b>
Capital	200,0
Billetes en circulación	100,0
Cuentas corrientes	29,0
Depósitos	25,9
Tesoro Público	0,2
Dividendos a pagar	1,3
Pérdidas y ganancias	35,4
Otras cuentas	0,7

Fuente: Ramón Santillán, Memoria histórica sobre los Bancos.

- (a) Metálico en poder de comisionados.  
(b) Resto de una partida entregada por el Tesoro en 1848.  
(c) Casas y mobiliario del Banco.

guridad, en cuatro apartados (cuadro 5). El primero, de gran facilidad de ejecución, quedaba constituido por el metálico existente en caja, efectos mercantiles de pronta realización, cuentas de comisionados en las provincias y el extranjero, y partidas de mercurio procedentes de la contrata de Almadén. El segundo apartado se resumía en los débitos del Gobierno. La menor fiabilidad otorgada a esta clase de activos se debía a las diferencias surgidas entre el Ministerio y el Banco a la hora de determinar con precisión las obligaciones del Gobierno con la Institución emisora. La tercera clase de activos, aún con menor grado de liquidez, estaba compuesta por las acciones propias del Banco, las casas y mobiliario del San Fernando, y un paquete de obligaciones de bienes del clero secular, respaldados por los pagarés de compradores de patrimonios desamortizados, con diferentes plazos de vencimiento. Los activos agrupados en el cuarto apartado eran los de valor nominal más importante, 205 millones de reales, es decir, más del 52 % del activo total, y también de más difícil realización. Su componente mayoritario eran los pagarés vencidos—por un importe de 178 millones de reales—procedentes, casi en su totalidad, del Banco de Isabel II y de los préstamos sobre acciones del ferrocarril de Madrid a Aranjuez. Santillán los consideraba irrealizables a corto plazo y, en numerosos casos, ni siquiera merecedores de que se entablara pleito por el San Fernando. Santillán atribuía al conjunto de estos pagarés un valor aproximado de 62 millones de reales, apenas el 35 % de su valor nominal.

El plan concebido por Santillán para sanear definitivamente el Banco se dividía en seis puntos: 1) disminución del capital efectivo, de 200 a 120 millones de reales; 2) negociación con los deudores morosos de los créditos considerados de probable realización; 3) aplicación de los beneficios no repartidos—aquellos que superaran el 6 % sobre el capital— a la extinción de los créditos irrealizables; 4) fin de la división del Banco en dos departamentos, de emisión y de descuentos, y su reagrupamiento en uno solo, con eliminación de la influencia del modelo Peel en el ordenamiento de 1849; 5) ampliación del límite de la emisión de billetes a la suma del capital, de 120 millones de reales, con un encaje metálico de la tercera parte de su valor y denominaciones, en los billetes, superiores o iguales a 300 reales; 6) publicación en la *Gaceta de Madrid* del estado del Banco, con expresión de los billetes en circulación, importe de depósitos y cuentas corrientes, y existencias en metálico y en valores de plazo fijo y probable realización en menos de noventa días. En todo lo demás seguía vigente la Ley de 1849. Las nuevas disposiciones quedaron fijadas por Ley el 15 de diciembre de 1851.

CUADRO 6

Balances del Banco Español de San Fernando, 1850-1855  
(Millones de reales)

	1850	1851	1852	1853	1854	1855
<b>ACTIVO:</b>						
<b>Total</b>	<b>424,9</b>	<b>517,0</b>	<b>450,5</b>	<b>365,5</b>	<b>386,6</b>	<b>411,7</b>
Caja	43,5	67,7	105,4	80,6	67,2	91,4
Comisionados	23,6	38,2	17,0	34,8	30,8	11,1
Letras	72,2	75,4	109,1	114,0	175,4	200,4
<i>A cobrar</i>	33,7	12,9	95,6	111,1	41,7	42,4
<i>A negociar</i>	38,5	62,5	13,5	2,9	133,7	158,0
Sector público	36,6	50,8	68,4	30,4	31,0	40,2
Efectos propiedad del Banco	58,7	104,7	32,1	31,3	32,3	30,8
Créditos vencidos	145,0	114,4	98,0	65,9	36,5	29,3
Deudores diversos	45,3	65,8	20,5	8,5	13,4	8,5
<b>PASIVO:</b>						
<b>Total</b>	<b>424,9</b>	<b>517,0</b>	<b>450,5</b>	<b>365,5</b>	<b>386,6</b>	<b>411,7</b>
Capital	200,0	200,0	120,0	120,0	120,0	120,0
Billetes en circulación	100,0	100,0	120,0	120,0	120,0	120,0
Cuentas corrientes	53,1	75,6	105,3	69,3	73,2	119,9
Depósitos	35,2	41,9	34,6	32,6	30,4	28,8
Pérdidas y ganancias	33,2	57,3	68,8	8,2	11,7	12,8
Acreedores diversos	3,4	42,2	1,8	15,4	31,3	10,2

Fuente: Archivo Histórico del Banco de España, Banco Español de San Fernando, libro 594. Banco Español de San Fernando, *Memorias*.

Además de la tarea de sanear el Banco, Santillán se impuso el objetivo de eliminar algunos elementos de rigidez, presentes, a su juicio, en la Ley de 1849, los cuales habían sido dirigidos al objeto preciso de restablecer la tranquilidad y la confianza del público, pero más tarde se convertirían en una rémora para el normal desenvolvimiento de las actividades crediticias del San Fernando. Entre dichos inconvenientes de la Ley de 1849 se encontraba el elevado importe del capital, que podía inducir a los gestores del Banco a emprender operaciones arriesgadas con el fin de lograr una remuneración adecuada de sus fondos. Asimismo, parecía excesivo el límite de la emisión de billetes en la mitad del capital efectivo. Por su parte, la división del Banco en dos departamentos diferenciados entrañaba unos trámites complejos de traslación de valores de uno a otro, a fin de mantener la cobertura íntegra de los billetes. Santillán creía que con el encaje metálico de la tercera parte del papel moneda en circulación bastaba para mantener unos niveles suficientes de seguridad.

En el cuadro 6 se recogen los balances del Banco de 1850 a 1855, esto es, en los años en que fueron aplicadas las reformas contenidas en las leyes de 1849 y 1851, de reorganización del Banco. Se observan las mencionadas modificaciones en la cuantía del capital efectivo, de 200 a 120 millones de reales, y en el impuesto

de los billetes en circulación, de 100 a 120 millones de reales. Destaca asimismo la evolución ascendente, aunque con fluctuaciones, de las cuentas corrientes en 1853 y 1854, lo cual se explica por la inquietud política y financiera de esos años. Se trata del período justamente anterior a la revolución progresista de 1854, que puso fin a una etapa de división política dentro del Partido Moderado, con conatos de reforma, en una dirección autoritaria, del orden constitucional y con críticas crecientes a la arbitrariedad y corrupción del Gobierno en lo relativo a los proyectos de construcciones ferroviarias. El descenso en la partida de depósitos tiene otra explicación. La decisión de Bravo Murillo de abrir la Caja General de Depósitos —a imitación de la francesa Caisse de Dépôts et Consignations— repercutió en la salida de depósitos oficiales del Banco de San Fernando.

Del lado del activo debe subrayarse la importancia creciente de las partidas de letras a cobrar y letras a negociar, que pasan de un valor conjunto de 72,2 millones de reales en 1850 a otro de 200 millones en 1855. No debe atribuirse esta evolución siempre a un movimiento de auge en el sector privado de la economía de Madrid. En dichas partidas, sobre todo en la segunda, se incluyen letras dadas por el Tesoro sobre las plazas y sobre las provincias. Santillán atribuía la atonía en el descuento de letras con particulares en 1854 y

1855 a la paralización de la actividad comercial como consecuencia de la situación política. La cuenta del Sector Público pierde también importancia cuantitativa en los años de 1853 a 1855, aunque es preciso insistir en que el movimiento de letras, particularmente intenso en estos años, debe atribuirse, en parte, al menos, a operaciones de crédito con efectos del Tesoro. Por último, hay que resaltar la disminución continuada de los valores correspondientes al epígrafe de créditos vencidos, que experimenta, en cinco años, un descenso del 80 %. Esta evidencia, así como su correlato —la obtención de beneficios que no se repartieron, en estos ejercicios más allá del 6 % sobre el capital—, muestran a las claras el éxito de la estrategia de saneamiento del Banco seguida por Santillán.

Además de recuperar la normalidad financiera del Banco y de transmitir flexibilidad y agilidad a las operaciones del Instituto emisor, Santillán, en la primera mitad de la década de 1850, se esforzó en dotar de autonomía al San Fernando respecto a las decisiones del Gobierno. Por esta razón no fueron fáciles, sino todo lo contrario, las relaciones de Santillán con los sucesivos ministros de Hacienda. Sus diferencias con Bravo Murillo —el ministro que lo hizo gobernador—, en lo concerniente a las condiciones del crédito solicitado al San Fernando por el Tesoro, provocaron la retirada de depósitos oficiales del Banco y su desvío hacia la recién fundada Caja General de Depósitos. La intervención del Banco en la negociación de deuda flotante fue motivo de nuevas discordias entre las autoridades del San Fernando y los sucesores de Bravo Murillo, como Luis María Pastor y Félix Domenech. Durante el mandato de este último se produjo la salida de Santillán del Banco. La razón de fondo de tales conflictos era la preocupación por salvaguardar la integridad del San Fernando de las implicaciones económicas del creciente deterioro político. En tales circunstancias, Santillán procuraba evitar un compromiso excesivo del Banco con la financiación a corto plazo del Tesoro.

Tras la revolución de 1854, Santillán fue llamado por el nuevo ministro de Hacienda, Miguel Cantero, quien, además, era entonces el mayor accionista del San Fernando, para regresar como gobernador al Banco. Santillán se negó en un principio, aduciendo como justificación la distancia ideológica que le separaba de los progresistas, quienes pronto se hicieron con el mando de la revolución. Sin embargo, tras algunas renuncias, Santillán acabó aceptando el ofrecimiento de Cantero y volvió al puesto de gobernador del San Fernando, ocupado durante su breve ausencia por Alejandro Llorente. Resulta interesante observar la coincidencia de

Santillán con la otra gran figura del conservadurismo español del siglo XIX, Cánovas del Castillo —el primero, máximo exponente del conservadurismo en la economía, y el segundo, en la política—, quien también intervino activamente en las primeras fases de la revolución de 1854.

No renunció Santillán, en la nueva situación, al principio básico de preservar la seguridad del Banco, sobre todo en lo referente a las garantías de las anticipaciones que facilitaba al Gobierno y en el mantenimiento de un nivel de cobertura metálica suficiente para la emisión de billetes y los restantes pasivos ajenos. Pero, salvadas estas condiciones, no escatimó el crédito al Gobierno surgido de la revolución, prestando su respaldo a la negociación de importantes sumas de efectos del Tesoro, participando directa y repetidamente en el adelanto de recursos, e interviniendo en el pago de los semestres de la deuda del Estado. De hecho, el Banco facilitó al Gobierno, solo en el último cuatrimestre de 1854, más de un 20 % por encima de lo prestado en todo el año anterior.

Chocarían, sin embargo, los criterios de Santillán con los de la mayoría de los progresistas en otra cuestión, la relativa a la unicidad o pluralidad de bancos de emisión en España. Santillán, como conservador consecuente con el sistema liberal y constitucional, era partidario —y así los manifestó en sus Memorias— de la desamortización del patrimonio territorial eclesiástico, de la abolición del diezmo y de la implantación de la imposición directa y generalizada sobre el producto de la riqueza agraria, medida esta última en la que intervino de manera prominente, junto al ministro Alejandro Mon, en la reforma tributaria de 1845. Pero si coincidía con los progresistas en la necesidad de llevar a cabo todos estos cambios, difería de aquellos en la radicalidad de su contenido y, sobre todo, en la velocidad de su aplicación. Adversario decidido del descontrol económico y social —todo lo que pudiera llevar a la aventura y al desorden—, y precavido ante los potenciales efectos negativos de la libertad absoluta del mercado, se declaró favorable a la protección arancelaria y al monopolio de emisión de papel moneda.

Los progresistas del bienio 1854-1856 eran, en su mayoría, partidarios de la pluralidad de bancos de emisión y, en algunos pocos casos, de la libre competencia de institutos emisores. Por otra parte, desde hacía años, en muchas ciudades habían surgido iniciativas para seguir el ejemplo de Barcelona y Cádiz, y abrir sus propios bancos emisores. Tampoco faltaban, en las Cortes Constituyentes del bienio, quienes respaldaban al Banco de San Fernando en su aspiración de convertirse en emisor único de

toda la nación, con sucursales abiertas en las principales plazas comerciales, salvo aquellas en las que ya estuviesen fundados establecimientos de la misma naturaleza.

Santillán aspiraba a identificar al Banco de San Fernando como Banco de España, pero lo logró solo en muy corta medida. Tras un debate en las Cortes Constituyentes, que ocupó la segunda mitad del año de 1855, se promulgó la Ley de 28 de enero de 1856, por la que se aprobaba la conversión del Banco Español de San Fernando en Banco de España, manteniéndose su capital efectivo de 120 millones de reales, ampliable, por Real Orden de 6 de mayo del mismo año, a 200 millones. Los objetos de que podría ocuparse eran los mismos previstos en la Ley de 1849, a los cuales se añadía el comercio de oro y plata. Se mantenía la prohibición de facilitar préstamos sobre las propias acciones y de negociar con efectos públicos. Quedaba limitada la anticipación de fondos al Tesoro, siempre con garantías sólidas y de fácil realización, hasta una suma equivalente al del capital efectivo. El encaje metálico sería, al menos, de la tercera parte del papel moneda emitido, y el tope de la circulación de billetes se fijaba en el triple del capital efectivo. Estas últimas condiciones —según la Ley de enero de 1856— no solo eran aplicables al Banco de España sino a los otros bancos emisores que se creasen fuera de Madrid, Barcelona y Cádiz. El

Banco de España quedaba autorizado a abrir sucursales, en el término de un año, en Alicante, Bilbao, Coruña, Málaga, Santander, Sevilla, Valencia, Valladolid y Zaragoza. No obstante, sin necesidad de esperar a la terminación del año prescrito, la Ley admitía la posibilidad de que se establecieran bancos particulares en dichos puntos con idénticos privilegios que los concedidos por la Ley al Banco de España. La citada norma imponía, en todo caso, la limitación de que hubiese abierto solo un establecimiento emisor, bien fuese sucursal del Banco de España o banco particular. Transcurridos tres meses después de la promulgación de la Ley de 1856 sin que se hubiese solicitado autorización para crear un banco particular en alguna de las ciudades en las cuales el Banco de España podía abrir sucursal, esta entidad optaría por ejercer dicha facultad o por dejar de hacerlo.

En todas las ciudades mencionadas fueron creadas instituciones emisoras independientes, salvo en Valencia y Alicante, donde el Banco de España instaló sucursales en 1858. Desde 1856 hasta 1874 hubo en España pluralidad de bancos emisores. En 1874, en el curso de una nueva guerra civil, fue decretado, a favor del Banco de España, el monopolio de emisión de billetes.

24.3.2000.



# INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

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

Situación al día 29 de febrero de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
<b>GRANDES BANCOS</b>					
BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA.....	6,00	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> .....	5,44	33,18	29,00	32,53	29,00
<b>RESTO BANCA NACIONAL</b>					
ALBACETE .....	—	—	—	—	—
ALCALÁ .....	7,71	33,18	—	33,18	—
ALICANTE .....	5,75	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 .....	3,25	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 .....	6,00	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.....	3,75	13,75	—	13,75	—
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.....	5,75	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
HBF BANCO FINANCIERO, S.A.....	6,00	33,18	29,00	33,18	29,00
HERRERO.....	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)
MAPFRE.....	4,50	10,62	—	10,62	—

(Continuación) 2  
Situación al día 29 de febrero de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
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.....	—	7,15	6,93	7,15	6,93
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.....	5,00	28,08	25,00	28,08	25,00
<i>Media simple</i> .....	5,54	25,00	23,72	25,52	23,71
<b>BANCA EXTRANJERA</b>					
A/S JYSKE BANK, S.E.....	—	—	—	—	—
A.B.N. AMRO BANK N.V., S.E.....	4,43	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	—
ASSOCIATES CAPITAL CORPORATION.....	—	—	—	—	—
ATLÁNTICO.....	5,00	28,07	25,00	28,07	25,00
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.....	5,25	—	—	—	—
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	—
CARIPO S.P.A., S.E.....	3,80	8,35	8,05	—	(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)
CITIBANK N.A., S.E.....	9,75	20,00	—	20,00	—

## (Continuación) 3

Situación al día 29 de febrero de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
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. ....	3,94	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. ....	3,33	10,62	10,10	10,62	10,10
ESPIRITO SANTO. ....	4,50	32,31	29,00	10,63	10,14
ESPIRITO SANTO, 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. ....	5,35	10,62	—	5,35	—
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. ....	3,76	10,57	10,30	(3,03)	(3,00)
HSBC INVESTMENT BANK PLC, S.E. ....	1,50	10,25	10,00	(3,03)	(3,00)
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. ....	3,60	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. ....	4,50	9,15	8,80	9,35	9,10
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 CANADA EUROPE, S.E. ....	4,30	10,30	—	—	(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)
SYGMA HISPANIA, S.E. ....	—	—	—	—	—
TOKYO-MITSUBISHI LTD, S.E. ....	3,50	24,32	—	(2,02)	—
URQUIJO. ....	3,25	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> .....	4,78	16,91	16,74	19,10	17,86
<b>TOTAL</b>					
<i>Media simple</i> .....	5,17	21,48	21,04	23,36	22,22

(Continuación) 4  
Situación al día 29 de febrero de 2000

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 .....	5,00	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
PENEDÉS .....	3,29	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 .....	3,75	13,75	—	13,75	—
SAN FERNANDO, SEVILLA Y JEREZ .....	7,25	22,50	—	(5,09)	(5,00)
SANTANDER Y CANTABRIA .....	4,75	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	—
<b>TOTAL</b>					
<i>Media simple</i> .....	4,88	20,99	19,94	21,54	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.

## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 22 de febrero y el 22 de marzo de 2000

Código	Nombre	Fecha	Concepto
<b>BANCOS</b>			
0077	BANCO DE BARCELONA, S.A.	08.03.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A GRAN VÍA D. DIEGO LÓPEZ DE HARO, 1.- 48001 BILBAO.
<b>ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO</b>			
8913	MAPFRE FACTORING, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	07.03.2000	BAJA POR CAMBIO DE OBJETO SOCIAL.
8314	BANSANDER DE FINANCIACIONES, S.A. ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	13.03.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE COSTA BRAVA, 10 (PL. 2).- 28034 MADRID.
8342	LUZARO ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO E.F.C. SOCIEDAD ANÓNIMA	13.03.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A AVENIDA LIBERTAD, 17 (PL. 4).- 20004 SAN SEBASTIÁN (GUIPÚZCOA).

	Nombre	Fecha recepción comunicación	Concepto
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (Art. 20, 2ª Dir. de Coordinación Bancaria 89/646/CEE)</b>			
	LANDESBANK SCHLESWIG-HOLSTEIN GIROZENTRALE	18.02.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ALEMANIA.
	GE SOVAC	21.02.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
	UBS (LUXEMBOURG) S.A.	03.03.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: LUXEMBURGO.

Código	Nombre	Fecha	Concepto
<b>OFICINAS DE REPRESENTACIÓN EN ESPAÑA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS</b>			
1138	CAISSE CENTRALE BANQUES POPULAIRES-MADRID	01.03.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN POR NATEXIS BANQUES POPULAIRES.
1219	CRÉDIT LOCAL DE FRANCE	14.03.2000	BAJA POR CIERRE.
1254	DEPFA BANK EUROPE PLC	20.03.2000	ALTA CON DOMICILIO EN CALLE BÁRBARA DE BRAGANZA, 2.- 28004 MADRID. PAÍS DE ORIGEN: IRLANDA.
<b>ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS</b>			
1714	CHANGE AND TRASFER, S.A.	01.03.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE COLÓN, 2.- 08002 BARCELONA.
1715	SOCIEDAD ANÓNIMA DE VIAJES Y SERVICIOS DE AUTOPISTA (SAVISA)	01.03.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CARRETERA NACIONAL II, KM. 776.- 17700 LA JONQUERA (GIRONA).
1716	MACCORP EXACT CHANGE, S.A.	21.03.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE ORENSE, 6.- 28020 MADRID.
1717	CHANGE EXPRESS CATALUNYA, S.A.	21.03.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN LA RAMBLA, 45 (BAJOS).- 08002 BARCELONA.
<b>SOCIEDADES DE TASACIÓN</b>			
4450	GALTIER FRANCO IBÉRICA, S.A.	07.03.2000	BAJA POR RENUNCIA.

---

## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 22 de febrero y el 22 de marzo de 2000 (continuación)

---

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
4354	SPANIA TASACIONES, S.A.	09.03.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR COMPAÑÍA HISPANA DE TASACIONES, S.A. (4368).
4368	COMPAÑÍA HISPANA DE TASACIONES, S.A.	09.03.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR COMPAÑÍA HISPANIA DE TASACIONES Y VALORACIONES, S.A.
4396	TASACIONES VALENCIA, S.A.	09.03.2000	BAJA POR RENUNCIA.
4480	CENTRO DE TASACIONES DEL INSTITUTO ESPAÑOL DE FOMENTO INDUSTRIAL, S.A.	22.03.2000	BAJA POR ACUERDO DE LA COMISIÓN EJECUTIVA DE FECHA 14.03.2000.

---

## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Entidades pendientes de baja en el Registro Oficial  
Variaciones producidas entre el 22 de febrero y el 22 de marzo de 2000

---

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Concepto</i>
<b>ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO</b>		
8801	GESTIÓN DE TARJETAS, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	FUSIÓN.



---

## 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.

**Georges Siotis**

**MARKET POWER, TOTAL FACTOR PRODUCTIVITY  
GROWTH, AND STRUCTURAL CHANGE.  
AN ILLUSTRATION FOR SPAIN, 1983-1996**  
DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 2001

Este trabajo analiza la evolución del crecimiento de la productividad total de los factores y del poder de mercado en España en el período

1983-1996. Los datos utilizados son un amplio conjunto de empresas individuales de todos los sectores, excepto el financiero. Se comprueba que la forma tradicional de medir el crecimiento da pobres resultados, a menos que se tenga en cuenta el poder de mercado de las empresas. El trabajo caracteriza dicho poder de mercado para la economía española bajo diferentes especificaciones y técnicas de estimación.

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	Evolución reciente de la economía española	Feb	9
La nueva información solicitada por el Banco de España sobre la actividad bancaria clasificada por países	Jul-Ago	83	La evolución del empleo y del paro durante 1999	Feb	25
Las entidades de tasación: información estadística 1998	Jul-Ago	97	Evolución de los flujos de rentas por intereses en España entre 1995 y 1999	Feb	33
Regulación financiera: segundo trimestre de 1999	Jul-Ago	105	La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: efectos iniciales sobre el ahorro y los mercados financieros	Feb	43
Evolución reciente de la economía española	Sep	9	Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias	Feb	57
Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 1999	Sep	23	Crecimiento, inflación y desarrollo del sistema financiero en la OCDE	Feb	69
La evolución del empleo durante el segundo trimestre de 1999	Sep	35	Evolución reciente de la economía española	Mar	9
Principales cambios incorporados en la Contabilidad Nacional de España, base 1995	Sep	41	Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1999 y avance de cierre del ejercicio	Mar	23
Los costes unitarios del trabajo y la toma de decisiones de política monetaria en el contexto de la UEM	Sep	55	Asimetrías de la economía española en el contexto de la UEM, según el modelo NIGEM	Mar	35
La compensación bancaria en España mediante procedimientos electrónicos. Una breve visión histórica	Sep	65	Formación de precios a nivel empresarial e inflación: evidencia a partir de información sectorial	Mar	41
Informe trimestral de la economía española	Oct	9	El Banco Español de San Fernando: un predecesor del Banco de España (1829-1856)	Mar	47

## 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)

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).

### DOCUMENTOS DE TRABAJO

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?

9924 IGNACIO FUENTES AND TERESA SASTRE: Mergers and acquisitions in the Spanish Banking industry: some empirical evidence.

2001 GEORGES SIOTIS: Market power, total factor productivity growth, and structural change. An illustration for Spain, 1983-1996.

### ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

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)

34. ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).

35. M<sup>a</sup> GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).

### EDICIONES VARIAS (1)

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) (\*\*\*\*).

SERVICIO JURÍDICO DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito. 4<sup>a</sup> ed. (1999). 6.000 PTA (\*).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 884 PTA (\*).

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999)(\*\*).

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 2.000 PTA (\*).

(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).

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

## 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.

**Información:** Banco de España. Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión.  
Alcalá, 50. 28014 Madrid - Teléfono: 91 338 5180 - Fax: 91 338 5320 - e-mail: publicaciones@bde.es