

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

junio 2000

boletín económico

junio 2000

BANCO DE ESPAÑA

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

Siglas empleadas

AAPP	Administraciones Públicas	IME	Instituto Monetario Europeo
AFROS	Activos Financieros con Retención en Origen	IMRSERO	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
CCLL	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	ISFL	Instituciones sin fines de lucro
CI	Cédulas para inversiones	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	LGP	Ley General Presupuestaria
CNC	Confederación Nacional de la Construcción	LISMI	Ley de Integración Social de Minusválidos
CNE	Contabilidad Nacional de España	MAPA	Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	MCT	Ministerio de Comercio y Turismo
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	MEFFSA	Mercado Español de Futuros Financieros
CRM	Certificado de Regulación Monetaria	MEH	Ministerio de Economía y Hacienda.
CTNE	Compañía Telefónica Nacional de España	MINER	Ministerio de Industria y Energía
DE	Departamento Extranjero del Banco de España	MTAS	Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales
DEG	Derechos Especiales de Giro	MUFACE	Mutualidad General de Funcionarios de la Administración Civil del Estado
DGA	Dirección General de Aduanas	MUGEJU	Mutualidad General Judicial
DGT	Dirección General de Tráfico	NAP	Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos
DGTE	Dirección General de Transacciones Exteriores	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	OFICEMEN	Asociación de Fabricantes de Cemento de España
DOCE	Diario Oficial de las Comunidades Europeas	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
ECAOL	Entidades de Crédito de Ámbito Operativo Limitado	OM	Orden Ministerial
EEUU	Estados Unidos de América	OAAA	Organismos Autónomos
EERR	Entidades Registradas	OQAAPP	Otras Administraciones Públicas
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
ENDESA	Empresa Nacional de Electricidad	PER	Plan de Empleo Rural
EOC	Entidades Oficiales de Crédito	PGE	Presupuestos Generales del Estado
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	PIB	Producto Interior Bruto
EPA	Encuesta de Población Activa	PIBpm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	PNB	Producto Nacional Bruto
FAD	Fondos de Ayuda al Desarrollo	PRM	Préstamos de Regulación Monetaria
FDG	Fondo de Desarrollo Ganadero	RD	Real Decreto
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	REE	Red Eléctrica
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	RENFE	Red Nacional de Ferrocarriles Españoles
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	RSU	Residuos Sólidos Urbanos
FGD	Fondos de Garantía de Depósitos	SRAE	Servicio Reforzado de Ajuste Estructural
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	SEOPAN	Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	SEPI	Sociedad Estatal de Participaciones Industriales
FMI	Fondo Monetario Internacional	SIM	Sociedades de Inversión Mobiliaria
FMM	Fondos del Mercado Monetario	SIMCAV	Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	SME	Sistema Monetario Europeo
FORPPA	Fondo de Orientación y Regulación de Precios y Productos Agrícolas (extinguido)	SMI	Salario Mínimo Interprofesional
FSE	Fondo Social Europeo	SMMD	Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	SOVI	Seguro Obligatorio de Vejez e Invalidez
ICO	Instituto de Crédito Oficial	TCEN	Tipo de Cambio Efectivo Nominal
ICONA	Instituto para la Conservación de la Naturaleza	TCER	Tipo de Cambio Efectivo Real
IDA	Asociación Internacional de Desarrollo	TEAS	Trabajadores Eventuales Agrícolas Subsidiados
IME	Instituto Español de Moneda Extranjera (extinguido)	UE	Unión Europea
IFM	Instituciones Financieras Monetarias	UEM	Unión Económica y Monetaria
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	UEM-11	Los 11 Estados Miembros que participan en la UEM desde el 1 de enero de 1999
IICM	Instituciones de Inversión Colectiva de Carácter Mobiliario	UNESA	Unión Eléctrica, S.A.
		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>
Conferencia de Clausura del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en las XXVII Jornadas de Mercados Financieros	9
Evolución reciente de la economía española	17
Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2000	31
Precios del petróleo e inflación en el área del euro	45
Las operaciones principales de financiación del Eurosistema: las razones del cambio a un sistema de subastas a tipo variable	55
La rama de servicios en España: un análisis comparado	65
Información del Banco de España	79
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación a 31 de mayo de 2000	81
Circulares y circulares monetarias publicadas por el Banco de España	85
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas entre el 20 de mayo y el 20 de junio de 2000	86
Registros oficiales de entidades. Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales. Variaciones producidas entre el 20 de mayo y el 20 de junio de 2000	88
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas entre el 23 de diciembre de 1999 y el 20 de junio de 2000	89
Registros oficiales de entidades. Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales. Variaciones producidas entre el 23 de diciembre de 1999 y el 20 de junio de 2000 ..	95
Indicadores económicos	97
Artículos y publicaciones del Banco de España	159

Conferencia de Clausura del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en las XXVII Jornadas de Mercados Financieros

La tradicional celebración de estas Jornadas ha servido para la revisión anual de los principales acontecimientos monetarios y financieros. Las grandes transformaciones de los últimos años han sido analizadas desde una amplia pluralidad de puntos de vista y desde la lógica servidumbre al clima de opinión prevalente en cada momento.

A pesar del avance que se ha producido en las estadísticas económicas y del impresionante aumento en la información disponible sobre los mercados financieros, la coyuntura económica se conoce con un significativo desfase, de forma que siempre existe una brecha, más o menos importante dependiendo de las circunstancias, entre el clima que se deriva del diagnóstico disponible y la evolución contemporánea de los principales indicadores del panorama económico nacional e internacional.

Este es un factor que en alguna medida también ha influido en el drástico cambio que se ha producido desde la última edición de estas Jornadas de Intermoney en la percepción de la situación internacional. Hace un año la economía mundial seguía sumida en la incertidumbre sembrada por la cadena de acontecimientos que siguieron a la crisis de las economías del sudeste asiático, que alcanzaron su máxima incidencia con la suspensión de la deuda rusa y sus efectos de contagio sobre gran parte de las economías emergentes, sobre todo en Latinoamérica. Sumados a todo ello, la persistencia de las tendencias recesivas en Japón y los temores de un debilitamiento del ritmo de expansión de la economía americana configuraban un panorama de aparentes riesgos deflacionistas que indujeron un significativo cambio de tono de la política monetaria. Los organismos internacionales recomendaron con insistencia la necesidad de contrarrestar los riesgos de una profundización de la inestabilidad financiera y de los factores recesivos mediante una política generosa de suministro de liquidez. Como tuve ocasión de exponer con detalle en este mismo foro el año pasado, este contexto fue un determinante fundamental de la política monetaria practicada por el Banco Central Europeo (BCE) durante los primeros estadios de la Unión Monetaria. El debilitamiento del crecimiento en el área del euro, especialmente perjudicada por la caída de sus exportaciones a terceros países, en un clima de desconfianza de los consumidores e inversores en los países centrales de la zona, y la tendencia a la baja de una tasa de inflación ya muy reducida justificaron un descenso de los tipos de intervención hasta niveles mínimos en la historia reciente.

Solo un año después, el panorama de la economía internacional se ha vuelto abierta-

mente expansivo. Los principales focos de inestabilidad que se cernían sobre los mercados financieros internacionales han desaparecido. Las economías del sudeste asiático se han reactivado con mayor rapidez y energía de lo esperado, ayudadas por las fuertes devaluaciones de sus monedas, las ganancias de productividad generadas por el fuerte ajuste del empleo y los efectos de las medidas de saneamiento adoptadas. Los países latinoamericanos se han beneficiado de unas condiciones de financiación externa menos onerosas y más estables y de una recuperación de la confianza en las economías con mayor potencial de crecimiento. Los temores de un debilitamiento de la expansión norteamericana, lejos de confirmarse, se han visto abiertamente refutados por un dinamismo superior al esperado, en un marco —al que luego me referiré— de fuertes aumentos de productividad

La única excepción a este panorama sigue siendo la economía japonesa, que no ofrece síntomas de recuperación sostenible, atrapada en un complejo entramado de restricciones. La política monetaria parece haber agotado su potencial expansivo, mientras que la posible eficacia de las medidas de carácter fiscal se ve considerablemente mermada por el alto nivel de endeudamiento del sector público, que hace que los aumentos del déficit de las AAPP tengan un efecto negativo sobre la débil confianza del sector privado. Las políticas de reestructuración de su sistema económico se ven frenadas por los temores a que sus efectos iniciales sean predominantemente restrictivos. Y todo ello agravado por la apreciación del yen, alimentada por el deseo de retorno de la fuerte inversión japonesa en el exterior —contrapartida de su débil demanda interna—, que constituye una amenaza adicional de freno a cualquier impulso recuperador.

Así pues, si se prescinde del caso japonés, la economía mundial vive un momento expansivo de carácter generalizado en el que los ritmos de crecimiento de las grandes áreas tienden a converger hacia tasas relativamente elevadas, superando la fuerte asimetría que había prevalecido en los últimos años. En este nuevo escenario, en el que las economías industriales viven el mejor momento de la última década, los riesgos son los contrarios a los que se percibían hace tan solo un año. Aunque las alzas de precios siguen siendo moderadas —una vez que se descuenta el efecto del encarecimiento de la energía—, los peligros de una presión excesiva de la demanda en presencia de fuertes aumentos en los precios de las materias primas son cada vez más evidentes. La simultaneidad de la recuperación tiende a realimentar la expansión a través de los efectos difusores

de los flujos del comercio. La OCDE prevé un aumento del volumen del comercio mundial de un 10,3 % en 2000, tras tasas del orden del 5 % en los últimos años. No es de extrañar que los organismos internacionales hayan empezado a hablar del predominio de los riesgos de recalentamiento en áreas importantes de la economía mundial. El crecimiento estimado para la OCDE en el año 2000 es del 4 %, a pesar de que economías importantes, como Alemania, Italia y el Reino Unido, registren tasas inferiores al 3 %.

La principal amenaza de signo contractivo en el escenario expansivo actual es la posibilidad de que se materialice una severa corrección en las cotizaciones bursátiles, que tendría efectos recesivos inmediatos sobre la economía americana, pero que se expandiría rápidamente a través de su influencia sobre otros mercados de capitales y sobre el nivel de confianza. La aceleración del progreso tecnológico, combinada con la liberalización de los mercados, tiende a aumentar la velocidad de transmisión de los movimientos de los mercados financieros sobre la economía real, acentuando la vulnerabilidad del crecimiento económico frente a las posibles turbulencias financieras.

No obstante, durante los últimos meses se ha ido produciendo una corrección de la sobrevaloración de los títulos vinculados a las nuevas tecnologías —donde este fenómeno era más evidente—. Hasta el día de hoy, este proceso se está produciendo sin grandes perturbaciones, por lo que el peligro de un ajuste brusco que frene drásticamente el gasto de las familias y de las empresas parece haber remitido.

La progresiva consolidación de un nuevo escenario internacional, caracterizado por un dinamismo generalizado, ha llevado a modificar gradualmente el tono de las políticas monetarias para ir adaptando a unas circunstancias en las que han desaparecido las razones que justificaron las medidas expansivas adoptadas hace algo más de un año y en las que, por el contrario, se requiere una actitud más preventiva de los posibles impulsos inflacionistas que pueden derivar del mayor dinamismo de la demanda y de la traslación del encarecimiento de las materias primas. Lógicamente ha sido la Reserva Federal de los Estados Unidos la que ha llevado el liderazgo de este proceso, en consonancia con el vigor mostrado por la economía norteamericana y la aparición de los primeros síntomas de un aumento de las tensiones en el mercado de trabajo y en los precios.

Desde el verano pasado, cuando el tipo de interés de los fondos federales se encontraba en el 4,75 %, la Reserva Federal ha instrumentado cinco subidas consecutivas de un cuarto de punto, y un aumento, el pasado 16 de mayo, de medio punto, que ha colocado el tipo básico de intervención en el 6,5 %. Este cambio tan significativo en el tono de la política monetaria ha venido acompañado de una nueva interpretación de las posibilidades de alcanzar un ritmo de crecimiento no inflacionario más elevado, como consecuencia del desarrollo de las nuevas tecnologías.

No es momento de volver a abordar aquí la relativa solidez o debilidad de los distintos argumentos que se han enunciado para sostener que la aceleración de la innovación tecnológica en los sectores de informática y telecomunicaciones habría dado lugar a un aumento permanente en el ritmo de crecimiento de la productividad que haría posibles ritmos de crecimiento más elevados y descensos mayores de la tasa de paro, sin poner en peligro la estabilidad de los precios. Como tampoco es necesario reiterar las incertidumbres que subsisten sobre el alcance de este fenómeno en la propia economía norteamericana.

Más importante me parece señalar que la aparición de síntomas inflacionistas y el agravamiento de algunos desequilibrios, como la reducción del ahorro privado, el aumento del déficit exterior y el deterioro de la posición financiera neta frente al exterior de la economía americana, han llevado a minar la confianza en una permanente compatibilidad del fuerte dinamismo económico con la estabilidad macroeconómica gracias al influjo benefactor de las nuevas tecnologías.

De hecho, la evolución reciente de la economía americana parece apuntar a que los fenómenos inducidos por la aceleración de la innovación tecnológica tienen también efectos estimulantes de la demanda, y que estos pueden llegar a superar, al menos durante ciertos períodos de tiempo, el incremento de la oferta. Los aumentos de rentabilidad esperados como consecuencia de las nuevas tecnologías pueden llegar a impulsar, a través de la revalorización de los activos reales y financieros, un crecimiento del gasto a una tasa superior al aumento del producto potencial, a pesar de los incrementos de productividad generados.

En consecuencia, la expansión de la economía vinculada a las nuevas tecnologías no parece estar al abrigo del peligro de que aparezcan los viejos problemas que acompañan a las situaciones de exceso de demanda en el terreno de la formación de los precios y de la com-

petitividad exterior. Y la existencia de un mayor margen de crecimiento potencial no exonera a la política económica, en general, y a la monetaria, en particular, de sus funciones estabilizadoras de la demanda. Tienen razón, por tanto, las autoridades americanas al aprovechar la fase expansiva actual para colocar el saldo presupuestario en situación de superávit y avanzar en la reducción del *stock* de la deuda pública. Y tiene razón la Reserva Federal al adoptar un tono más contractivo de la política monetaria, en consonancia no solo con los mayores riesgos inflacionistas detectados, sino también con el mayor nivel del tipo de interés real de equilibrio que se corresponde con la mayor tasa de crecimiento potencial de la economía.

En definitiva, tanto el clima expansivo de la economía mundial como la extensión de los efectos de la incorporación y difusión de las nuevas tecnologías —por el momento, muy concentradas en la economía norteamericana— obligan especialmente a las autoridades económicas y monetarias a procurar que el dinamismo en la demanda se mantenga en línea con el potencial productivo, con el fin de evitar la reaparición de las tensiones inflacionistas y la profundización de los desequilibrios. Estas implicaciones de política económica no son muy originales —en lo que a la regulación de la demanda agregada se refieren—, porque los riesgos macroeconómicos no son muy diferentes en la nueva situación. Ello no supone ignorar que el aprovechamiento de las nuevas oportunidades de aumento de la productividad global y del crecimiento potencial depende de la capacidad de reestructuración de las economías y de reasignación de los factores productivos, para lo cual resulta indispensable una gran flexibilidad de los mercados y una adecuada cualificación de los trabajadores. En estas áreas, la política económica tiene nuevos e importantes cometidos que desempeñar, especialmente en los países con economías más rígidas y desfases importantes en el desarrollo tecnológico y la formación de su población.

* * *

Para la economía española tiene, sin embargo, una especial importancia lo que ocurra en la zona del euro, pues compartimos su política monetaria única y participamos dentro de unos mercados financieros y monetarios altamente integrados. Como ya he dicho, en los últimos doce meses la situación económica del área ha ido mejorando progresivamente, impulsada por la creciente firmeza de la demanda interna y la recuperación de las exportaciones. Sin embargo, el mayor dinamismo económico ha venido también acompañado de la aparición

de tensiones inflacionistas, en un contexto de fuertes incrementos de los precios del petróleo y de debilidad del euro.

La aparición de riesgos para el mantenimiento de la estabilidad de precios en el área de moneda única desde un momento relativamente temprano de la fase de auge cíclico contrasta vivamente con la experiencia de los Estados Unidos en el pasado reciente y viene a reflejar, en definitiva, que los márgenes de la economía europea para crecer de forma sostenida sin incurrir en desequilibrios son considerablemente más limitados que en la economía norteamericana.

Consciente de los factores que podían amenazar el mantenimiento del índice armonizado de precios de consumo por debajo del 2 % en el conjunto de la zona euro, el BCE ha endurecido desde noviembre el tono de la política monetaria. Este cambio de orientación se ha concretado en cinco elevaciones del tipo de interés de las operaciones principales de financiación por un monto global de 175 puntos básicos —la última, una elevación de 50 puntos básicos, decidida ayer—, hasta alcanzar el 4,25 % actual. Con estas medidas, se ha pretendido reducir la holgura de las condiciones monetarias y financieras, cuyo reflejo más evidente lo constituyen la fuerte expansión del crédito, los bajos tipos de interés reales, y los elevados precios de los activos financieros y reales, y salir al paso del peligro de que los aumentos de precios derivados del encarecimiento de la energía y la depreciación del euro pudieran trasladarse a las negociaciones salariales.

Aunque la instrumentación de una política monetaria cada vez menos expansiva en el área del euro ha resultado en un incremento de los tipos de interés a diversos plazos, los diferenciales de tipos han seguido siendo favorables al dólar, como resultado de las aún más intensas subidas de tipos de interés llevadas a cabo por la Reserva Federal en estos últimos meses. Las diferencias de dinamismo económico entre los Estados Unidos y Europa y en el tono de sus respectivas políticas monetarias son factores que subyacen a la depreciación del euro frente al dólar, aunque también ha habido un indudable elemento de sobre-reacción de los mercados que ha empezado a corregirse.

La debilidad del euro ha preocupado lógicamente al BCE, ya que su cotización es un determinante importante de las condiciones monetarias del área, cuya depreciación puede constituir un canal de generación de presiones inflacionistas. Este es un elemento común a toda política monetaria orientada a la estabili-

dad de los precios. En el caso del euro, además, al tratarse de una nueva moneda sobre la que pivota de manera especial la política de integración europea, es inevitable que a las oscilaciones de su tipo de cambio se le atribuyan, aunque sea con poco fundamento, connotaciones indicativas de la confianza de los mercados e incluso del público en el Eurosistema.

En estas circunstancias, el BCE viene practicando acertadamente una política de estrecha vigilancia de la influencia que la cotización del euro pueda tener sobre las tendencias de la inflación, pero evitando, al mismo tiempo, una inquietud excesiva por los movimientos de corto plazo, que podría conducir a un mimetismo frente a los tipos de interés americanos que no estaría justificado por las diferencias prevalentes en las situaciones económicas de una y otra área.

A la larga, el mantenimiento de una política firmemente orientada a la estabilidad de los precios garantizará una cotización del euro en consonancia con el potencial de crecimiento de la zona y con su capacidad para aprovechar plenamente el impulso de las nuevas tecnologías, en un entorno de mercados plenamente liberalizadores. Aunque, para esto último, no cabe duda de que Europa necesita profundizar el proceso de consolidación presupuestaria y acelerar las reformas estructurales enunciadas en las últimas reuniones del Consejo Europeo.

* * *

La política monetaria del Eurosistema se conduce en función de los requerimientos del conjunto del área. Sin embargo, las situaciones de las economías nacionales ni son homogéneas ni se ven afectadas por dicha política de la misma manera. Así, mientras que algunos países —como Alemania o Italia— mantienen unos ritmos de expansión económica inferiores a la media europea, otros —como Irlanda, Holanda o España— muestran un dinamismo económico considerablemente superior.

En nuestro país, tras haber crecido el 3,7 % en 1999, el PIB podría aumentar incluso por encima del 4 % durante el presente año, en un entorno de recuperación de los mercados exteriores, de condiciones monetarias holgadas y con unas expectativas de los agentes muy favorables. El dinamismo económico se ha traducido en una intensa creación de empleo y ha sido compatible con la estabilidad macroeconómica. Estos resultados positivos recompensan el esfuerzo realizado en los últimos años en la instrumentación de unas políticas económicas equilibradas y confirman el potencial de la eco-

nomía española para seguir avanzando en el proceso de convergencia real.

Sin embargo, no debe ignorarse que esta fuerte expansión económica ha venido acompañada de un repunte de la inflación y de un incremento significativo del déficit comercial que, si bien se han visto afectados por elementos de naturaleza transitoria —como el encarecimiento del precio del petróleo—, pueden terminar afectando a la competitividad a medio plazo de la economía española.

Las tensiones de precios se deben, en parte, al tono distendido de las condiciones monetarias prevalecientes en la Unión, que se han manifestado en nuestro país en unos ritmos de expansión del crédito muy elevados —en torno al 19 %-20 %—, peligrosos desde un punto de vista macroeconómico, pero también desde los criterios de prudencia que deben regir las decisiones de las entidades de crédito, y en un descenso muy pronunciado de los tipos de interés reales en los últimos años.

La reciente trayectoria alcista de los tipos de intervención del BCE y la paulatina reducción de las divergencias cíclicas con otros países de la Unión Monetaria pueden propiciar en el futuro una mayor sintonía entre el tono de la política monetaria única y el grado de restricción requerido por la economía española. Sin embargo, ello no debe restar importancia a la necesidad de acelerar el proceso de consolidación presupuestaria y seguir profundizando en las reformas estructurales, a fin de que la economía española evolucione de manera coherente con los requisitos de estabilidad que se derivan de nuestra pertenencia a un área monetariamente integrada. Solo así será posible asegurar un ritmo de crecimiento económico sostenido y seguir avanzando en la senda de convergencia real.

* * *

Una vez repasado el panorama económico y financiero actual, me permitirán que pase a referirme a los desarrollos recientes en los mercados financieros europeos que, tras el inicio de la Unión Monetaria, han experimentado un notable proceso de transformación, continuando así la tendencia hacia una mayor consolidación e integración que ya se había advertido en los últimos años.

La introducción del euro, con la consiguiente supresión del riesgo de tipo de cambio, ha contribuido a acelerar dichas tendencias y ha propiciado un marco más apropiado para que los mercados financieros europeos puedan asimi-

lar rápidamente los efectos que los desarrollos de la tecnología de la información están teniendo en las estructuras financieras de los países industrializados. Todo ello se ha producido en el marco de un proceso de transformación tanto en la negociación como en la compensación y liquidación de las operaciones de los distintos mercados, aunque los ritmos de avance distan de ser similares en los diferentes tramos o en las distintas fases operativas.

Obviamente, el establecimiento de la moneda única ha tenido sus efectos más rápidos y directos en el grado de integración que han alcanzado los mercados monetarios, especialmente en los segmentos de depósitos interbancarios sin garantías y en los productos derivados, como los *swaps* de tipos de interés. Ello se ha producido como consecuencia de la instrumentación de la política monetaria del BCE y del buen funcionamiento de TARGET.

El notable grado de integración del mercado monetario es perceptible en el aumento de las transacciones transfronterizas, cuya negociación supone más de la mitad de la actividad del mercado, y en que los tipos de interés, especialmente en los plazos más cortos, son prácticamente iguales en los diferentes países. Por el contrario, otros segmentos del mercado monetario, especialmente el de operaciones *repo*, han registrado un avance mucho más limitado en su proceso de integración. Ello viene explicado por las dificultades de movilización transfronteriza de las garantías, la falta de armonización en los documentos jurídicos utilizados, el distinto tratamiento fiscal de este instrumento financiero, así como las diferencias en los tipos de interés y en la liquidez de los activos subyacentes que se utilizan como garantías. Igualmente, los mercados de letras del Tesoro, pagarés de empresa o certificados de depósitos han experimentado un proceso de integración más lenta, mientras que, en el mercado de renta fija, el hecho más significativo durante 1999 ha sido el fuerte crecimiento de las emisiones realizadas por las empresas privadas —no financieras—, que han acudido más a los mercados de emisión, especialmente para financiar procesos de fusiones y adquisiciones.

En los mercados de renta variable ha seguido aumentando la capitalización bursátil y se ha asistido al establecimiento en las principales plazas bursátiles europeas de un «nuevo mercado» para las empresas de rápido crecimiento, con normas de cotización y negociación diferentes a las de los mercados tradicionales. A su vez, se están constituyendo nuevas plataformas de negociación electrónica, lo que contribuye al establecimiento de un entorno más competitivo, caracterizado por una información

más abundante, unos menores costes de transacción y la eliminación de las barreras de entrada existentes.

Este proceso innovador ha propiciado que los miembros tradicionales del mercado se estén adaptando, ofreciendo, igualmente, opciones electrónicas para la contratación y modificando sus estructuras de gobierno, caracterizadas, hasta ahora, por una estructura mutual, que ofrecía privilegios a los miembros del mercado, a través de los cuales se debían intermediar todas las operaciones. En su adaptación hacia lo que será un mercado más amplio y menos segmentado en el ámbito territorial se debe destacar también el creciente protagonismo de las fusiones y alianzas estratégicas entre los participantes tradicionales del mercado.

En cambio, los mercados de renta fija han experimentado transformaciones más graduales, dado que, a diferencia de la contratación bursátil desarrollada en mercados organizados, la negociación bilateral está mucho más extendida. No obstante, también en los mercados de deuda, tanto primarios como secundarios, se observa una creciente presencia de sistemas electrónicos de negociación, apoyados en los desarrollos vinculados a Internet.

Me parece asimismo relevante destacar que, tras el establecimiento de la Unión Monetaria, se han podido observar ciertos avances en el proceso de consolidación de los sistemas de liquidación y compensación, si bien resulta todavía prematuro intuir la velocidad y el desenlace de dicho proceso, que habrá de conducir al establecimiento de una o dos grandes plataformas pan-europeas. El Eurosistema, si bien ha adoptado un papel activo para impulsar la movilización transfronteriza de valores, se ha mantenido escrupulosamente neutral respecto al desarrollo del proceso de consolidación, que debe, en todo caso, ser dirigido por el propio mercado.

Resulta evidente, por tanto, que el establecimiento de la Unión Monetaria ha proporcionado un claro impulso a la tendencia a la integración de los mercados financieros europeos y los ha hecho más receptivos a las innovaciones propiciadas por los avances en la tecnología de las comunicaciones. La rápida reducción de los costes de negociación y el establecimiento de nuevas plataformas están induciendo un cambio notable de la estructura de los mercados tradicionales.

* * *

La rápida integración alcanzada entre los mercados monetarios y la eficaz interconexión

de los sistemas de pagos nacionales han resultado de vital importancia para garantizar la homogeneidad de las condiciones monetarias en el conjunto del área del euro y la eficacia en la instrumentación de la política monetaria.

Como saben ustedes, el BCE ha adoptado un marco operativo que se articula en torno a tres elementos básicos: el coeficiente de caja, las facilidades permanentes de crédito y depósito, y las operaciones de mercado abierto. Así, mientras que las facilidades permanentes conforman un corredor por el que, en condiciones normales, discurre el tipo de interés interbancario a un día, el coeficiente de caja contribuye a estabilizar la evolución de este último, al permitir que las propias entidades absorban el impacto de las perturbaciones de liquidez. Las operaciones de mercado abierto, por su parte, son el principal instrumento para el control de los tipos de interés y la gestión de la liquidez del mercado, y desempeñan, asimismo, un papel crucial para la señalización del tono deseado de la política monetaria.

En líneas generales, el marco operativo de la política monetaria única ha funcionado de modo satisfactorio. El nivel fijado para el coeficiente de caja ha garantizado una demanda suficiente de liquidez por parte de las entidades, al tiempo que la decisión del Consejo de Gobierno de remunerar los depósitos obligatorios ha minimizado su impacto negativo sobre la competitividad de las entidades de crédito del área del euro. Los tipos de interés del mercado monetario y, en particular, el tipo de interés interbancario a un día han mantenido un elevado grado de estabilidad y, con la excepción de los primeros días de 1999 y de los días de cierre de los períodos de mantenimiento del coeficiente de caja, el recurso a las facilidades permanentes ha sido mínimo. Por último, el manejo del tipo de interés de las subastas a tipo fijo ha permitido señalar de forma clara los cambios en el tono de la política monetaria.

Esta valoración general positiva no ha de ocultar, sin embargo, que existen aspectos mejorables en el marco operativo. En este sentido, querría referirme a continuación a los problemas derivados del comportamiento de las entidades en las subastas a tipo fijo que, hasta la fecha, ha venido realizando el BCE.

Como seguramente saben, las entidades han tendido a presentar en estas subastas pujas por un valor muy superior a sus necesidades agregadas de liquidez, de modo que el BCE ha debido aplicar fuertes tasas de racionamiento o prorrateo que, en las últimas semanas, han llegado a ser inferiores al 1 %. Esta es, sin duda, una situación poco deseable. Este

procedimiento de subasta prima a las entidades que, por diversas razones, disponen de un mayor volumen de colateral en sus carteras y que, en consecuencia, pueden obtener un beneficio intermediando entre los bancos centrales nacionales y las entidades que disponen de un menor volumen de activos de garantía, lo que puede suponer un tratamiento no equitativo. Además, el elevado prorrateo y su alta variabilidad generan mucha incertidumbre sobre la liquidez que las entidades individuales pueden obtener a través de las subastas.

Consciente de la situación, el Consejo de Gobierno del BCE había adoptado a lo largo de este año y medio varias decisiones encaminadas a paliar este problema de *overbidding*. Así, con objeto de limitar los efectos derivados de la desigual distribución de los activos de garantía entre las entidades, en febrero de 1999 se clarificó que la obligación de garantizar los préstamos recibidos de los bancos centrales nacionales afectaba a las cantidades efectivamente prestadas y no a las cantidades solicitadas a través de las pujas.

Posteriormente, con la intención de reducir los beneficios derivados de la labor de intermediación entre los bancos centrales nacionales y las entidades con menores dotaciones de liquidez, desincentivando así el *overbidding*, el Consejo decidió acometer una política de provisión de liquidez que redujera el diferencial entre el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés del mercado interbancario.

Finalmente, ante los escasos resultados de las medidas anteriores, el Consejo de Gobierno decidió, en su reunión de ayer, instrumentar las futuras operaciones principales de financiación mediante subastas a tipo variable. Como es bien sabido, estas subastas resultan plenamente compatibles con los principios de mercado, toda vez que las entidades especifican el precio que están dispuestas a pagar por los fondos que demandan. En consecuencia, las instituciones con menores dotaciones relativas de colateral están en disposición de asegurarse la adecuada cobertura de sus necesidades pujando a un precio ligeramente superior, sin necesidad de realizar pronósticos más o menos aventurados sobre el grado de racionamiento que aplicará el BCE ni, por tanto, de correr riesgos innecesarios en términos de su capacidad para garantizar la liquidez efectivamente obtenida.

Quiero subrayar que la sustitución de las subastas a tipo fijo no menoscaba, en absoluto, la capacidad de las operaciones principales de financiación para cumplir las funciones que le

asigna el diseño actual del marco operativo, puesto que, según confirma la experiencia de otros bancos centrales, las subastas a tipo variable permiten igualmente un control eficaz de los tipos de interés y una gestión adecuada de la liquidez.

A su vez, con objeto de que la sustitución del tipo de interés fijo preanunciado por el BCE por el tipo marginal de la subasta a tipo variable no debilite la capacidad del nuevo procedimiento de subasta para señalar el tono de la política monetaria, se ha decidido anunciar previamente a la realización de cada subasta el tipo de interés mínimo que los bancos centrales están dispuestos a aceptar en las pujas. De esta forma, se proporcionará una señal clara que permita al mercado discernir qué movimientos en el tipo marginal de la subasta responden de manera genuina a la intención del BCE de modificar el tono de la política monetaria y qué movimientos responden, por el contrario, a cambios en las condiciones de demanda de la liquidez. De este modo, posibles discrepancias entre el tipo mínimo y el tipo marginal reflejarán exclusivamente condiciones de demanda, de igual manera que lo hacían en el pasado las discrepancias entre el tipo interbancario a un día y el de las subastas a tipo fijo.

En todo caso, hay que subrayar que el paso de las subastas a tipo fijo a un sistema de subastas a tipos de interés variable —paso que se producirá a partir del próximo 27 de junio— es simplemente una modificación instrumental y no implica una variación en el tono o grado de restricción de la política monetaria única.

* * *

Me gustaría concluir subrayando, como hice en los dos últimos años en los que tracé un balance de las transformaciones registradas por los mercados monetarios y financieros españoles —con motivo del XXV aniversario de estas Jornadas en 1998— y del inicio de la Unión Monetaria —en 1999—, el papel que los mercados financieros han desempeñado en la mejora de la intermediación financiera y en el logro de la estabilidad macroeconómica. La economía española y el bienestar de sus ciudadanos se han beneficiado de los progresos realizados en estas áreas, que permiten aspirar a un futuro económico mejor, que, sin embargo, no estará libre de problemas y de retos importantes tanto para las autoridades como para los profesionales de los mercados.

9.6.2000.

Evolución reciente de la economía española

1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

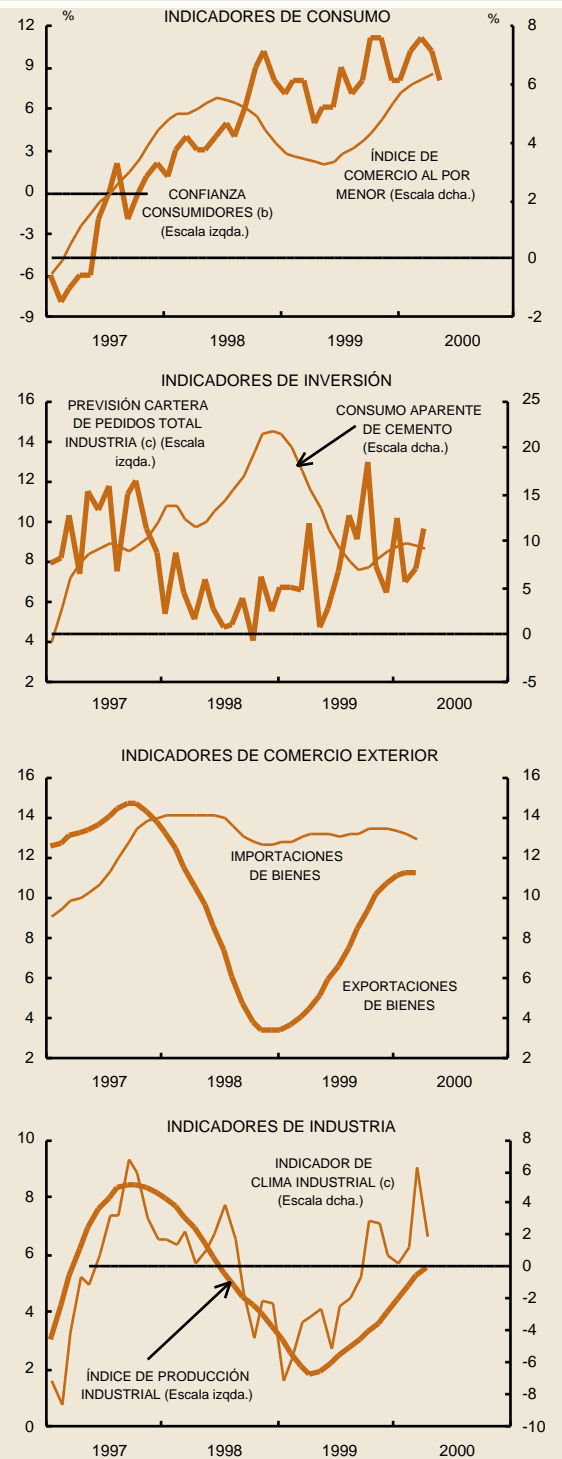
Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el primer trimestre del 2000 el producto interior bruto (PIB) experimentó un incremento real del 4,1 %, en tasa interanual y calculado sobre los datos de ciclo-tendencia, dos décimas por encima del crecimiento registrado en el trimestre anterior. Tanto la demanda interna como la demanda externa contribuyeron a esta aceleración: el gasto interior se incrementó un 4,3 %, fruto del mayor impulso del consumo final de los hogares y de la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo y en construcción. La demanda exterior neta, por su parte, redujo su contribución negativa al crecimiento del PIB, favorecida por la recuperación de las exportaciones y por la ligera moderación de las importaciones.

Por ramas de actividad, cabe destacar que el valor añadido industrial continuó intensificando su ritmo de crecimiento en el primer trimestre, período en el que se incrementó un 4,1 % en términos reales, en relación con el primer trimestre de 1999. Por su parte, la construcción recuperó parte del dinamismo perdido en los últimos meses de 1999 y la actividad en los servicios de mercado mantuvo el alto ritmo de crecimiento alcanzado en el trimestre anterior. El empleo, medido por el número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, se incrementó en un 3,4 %, en términos interanuales, lo que supone una ligera aceleración con respecto al cuarto trimestre de 1999, mientras que el número de puestos de trabajo asalariado aumentó un 4,4 %. La remuneración por asalariado se aceleró en mayor medida que el empleo, hasta el 2,8 %. Por último, el crecimiento interanual del PIB nominal avanzó hasta el 8,1 %, calculado también sobre datos de ciclo-tendencia, de forma que su deflactor implícito alcanzó un incremento interanual del 3,8 %; por componentes del gasto, destaca especialmente el crecimiento experimentado por el deflactor de la inversión en construcción, así como la aceleración de los deflatores del comercio exterior.

Entre la información coyuntural más reciente referida al consumo de los hogares, cabe mencionar la encuesta continua de presupuestos familiares, según la cual, en el primer trimestre del 2000 el gasto total de las familias se incrementó un 6,4 %, en pesetas constantes y respecto al mismo período del año anterior, mostrando un perfil de aceleración que ha recogido también la CNTR. Asimismo, esta encuesta reflejó una mejora en la percepción de la situación económica en los hogares españoles acorde con el elevado nivel de confianza mostrado por los consumido-

GRÁFICO 1

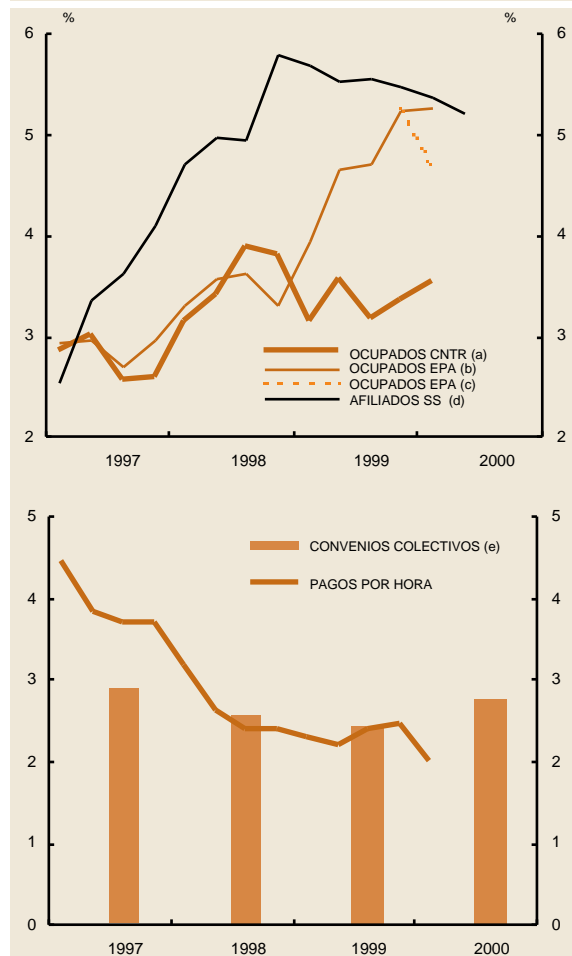
Indicadores de demanda y actividad (a)



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 de la 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) Serie de datos brutos. Personas.
 (b) Serie corregida del efecto del cambio censal 1995-1996.
 (c) Serie correspondiente a la muestra no actualizada.
 (d) Medias trimestrales de datos mensuales. El último dato se calcula con información de abril y mayo.
 (e) Sin incluir cláusula de salvaguarda. Para el año 2000 el dato corresponde a los convenios registrados hasta el 31 de mayo.

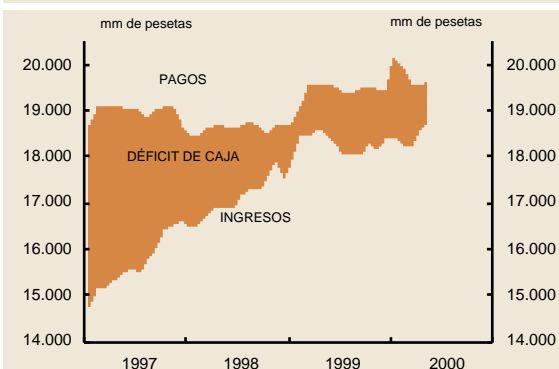
res durante ese período en las encuestas de opinión. Sin embargo, en los meses de abril y mayo la confianza de los consumidores, aun manteniéndose en niveles muy positivos, retrocedió ligeramente, como consecuencia de la valoración algo menos elevada de la situación económica general y de una menor inclinación a la compra de bienes duraderos. Por su parte, los indicadores de confianza del comercio minorista y de los productores de bienes de consumo mantienen niveles algo inferiores a los de finales de 1999, a pesar de que el índice de ventas del comercio al por menor volvió a experimentar un avance pujante en el mes de abril, en línea con su evolución en el primer trimestre. Por último, el índice

general de disponibilidades de consumo registró un pequeño deterioro en el primer trimestre del año, causado por la pérdida de tono en las disponibilidades de bienes de consumo no duradero, y a pesar del comportamiento expansivo del componente de servicios y del avance sostenido de las disponibilidades de bienes de consumo duradero —aunque el dato de matriculaciones de mayo parece apuntar hacia una moderación de este componente—; para el segundo trimestre solo se dispone de datos de producción de bienes de consumo en abril, que han inducido una mejora en el indicador de disponibilidades.

Con datos aún muy parciales para el segundo trimestre del 2000, el índice de disponibilidades de bienes de equipo continúa mostrando un crecimiento tendencial estable, cercano al 9 %. Este resultado es consecuencia del comportamiento desacelerado de las importaciones de estos bienes —que, aun así, han acumulado un incremento real del 13 % hasta marzo— y de un crecimiento más sostenido de la producción nacional. En cuanto a los indicadores de opinión, la cartera de pedidos en la industria mantiene una evolución alcista, lo que podría estar anticipando un mayor dinamismo de la inversión en equipo, si bien el indicador de confianza del sector de bienes de inversión ha retrocedido en los primeros meses del año.

La información más reciente sobre indicadores adelantados de inversión en construcción parece apuntar un cambio de composición entre tipos de obra: las licencias y visados para edificación finalizaron el año 1999 con ritmos de crecimiento sensiblemente inferiores a los observados durante el resto del año, mientras que la licitación de obras públicas comenzó el año 2000 registrando crecimientos muy abultados, que señalan la recuperación del dinamismo perdido en 1999. Entre los indicadores de carácter contemporáneo, tras el repunte del primer trimestre —que ha sido recogido por la CNTR—, los ritmos de crecimiento han tendido a moderarse. La producción de materiales para la construcción aumentó un 9,1 %, en tasa interanual en los cuatro primeros meses del año, mientras que el consumo aparente de cemento redujo su crecimiento acumulado hasta el 8,4 % en el mismo período. Asimismo, el número de afiliados a la Seguridad Social registró una desaceleración en los meses de abril y mayo, con un crecimiento acumulado del 12,4 % hasta este último mes, y el paro registrado moderó su ritmo de descenso en esos mismos meses. No obstante, el nivel de confianza de los empresarios de la construcción ha registrado un avance importante en los meses de abril y mayo, basado en la mejora de los niveles de producción y de contratación, y en la tendencia del empleo.

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



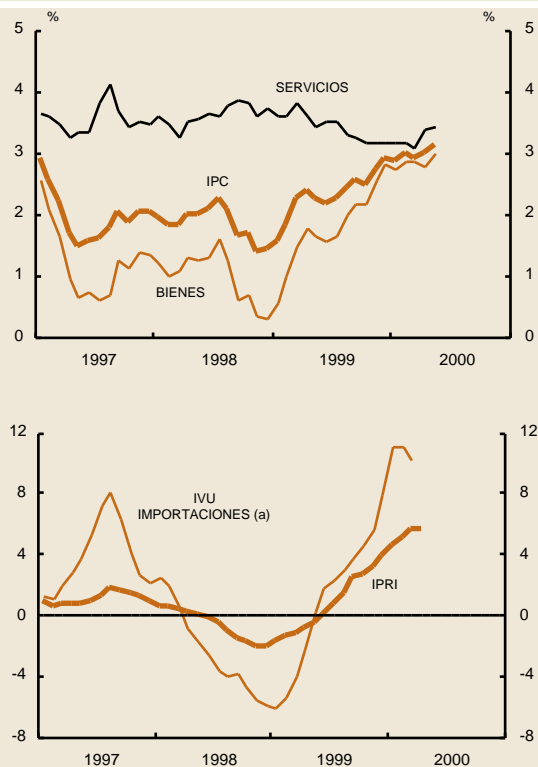
Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

Los flujos de comercio con el exterior experimentaron un comportamiento diferenciado en el primer trimestre del año. Las exportaciones de bienes alcanzaron en ese período un crecimiento interanual del 13 % en términos reales, muy próximo al alcanzado a finales del año pasado y que confirma la recuperación de las ventas al exterior. Por áreas geográficas, las exportaciones a los países de la Unión Europea y, en mayor medida, a los Estados Unidos, los países de reciente industrialización y los países del centro y este europeo registraron un notable vigor, mientras que las ventas a América Latina y a Japón experimentaron una sensible desaceleración. Por su parte, las compras de bienes externos registraron un crecimiento interanual del 12,9 %, en términos reales, en el primer trimestre del año, desacelerándose en relación con los meses finales de 1999. La importación de bienes energéticos fue el único componente que se aceleró, respaldada por la necesidad de recomponer los niveles de existencias, muy mermados a lo largo de 1999. En el primer trimestre del 2000 tuvo lugar un nuevo deterioro de la balanza comercial —al que contribuyeron los abultados incrementos de los precios de importación—, hasta alcanzar un déficit de 7.452 millones de euros, frente a los 4.838 observados un año antes. La balanza de servicios, por su parte, registró un superávit de 3.485 millones de euros, valor algo inferior al del primer trimestre de 1999 (3.905), a pesar del aumento del saldo turístico. Por último, el superávit de la cuenta de capital también se situó en 1.203 millones de euros, frente a los 1.561 de un año antes.

Según el índice de producción industrial (IPI), la actividad en esta rama aumentó un 6,4 % en los cuatro primeros meses del año, consolidando la fase expansiva en la que se

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.

encuentra inmersa desde mediados de 1999. Este avance se concentró en las industrias productoras de bienes de equipo y, en especial, en las de bienes intermedios. La producción de bienes de consumo, por su parte, tras un primer trimestre algo deprimido, ha presentado signos de recuperación en el mes de abril, centrados en un mejor comportamiento del componente alimenticio. Respecto a la opinión de los empresarios, el indicador de confianza de la industria conserva un nivel elevado, a pesar del retroceso experimentado en el mes de mayo, basado esencialmente en las buenas perspectivas de la producción.

Con la información disponible hasta el mes de mayo, los indicadores de ocupación continúan mostrando un ritmo intenso de creación de empleo, aunque con una ligera tendencia a la desaceleración. Así, las afiliaciones a la Seguridad Social redujeron su ritmo de crecimiento interanual hasta el 5 % en mayo, debido a su evolución en los sectores de construcción y servicios, mientras que en la industria se aceleraron. En cuanto al paro registrado, el ritmo de reducción del número de parados se situó, en mayo, en el 7,2 %, tasa similar a la observada

en el primer trimestre del año. El número de contratos se incrementó un 8,3 % en tasa interanual, por debajo del incremento del primer trimestre, destacando el elevado dinamismo de los contratos temporales, frente al retroceso de los indefinidos. Según la encuesta de salarios del primer trimestre, el crecimiento salarial por trabajador y mes se situó en el 2,1 %, en relación con el mismo período del año anterior, mientras que las ganancias por trabajador y hora crecieron un 2,4 %, cifras que suponen una desaceleración significativa en ambos conceptos. No obstante, estos valores deben ser interpretados con cautela, ya que pueden estar afectados por la renovación de la muestra de la encuesta al comienzo del año. De hecho, los datos por ramas de actividad muestran una aceleración de las ganancias en la industria y en los servicios —con crecimientos del 2,5 % y 2,6 % por trabajador y mes, respectivamente—, mientras que únicamente en la construcción su ritmo de crecimiento se redujo —hasta el 3,6 %—. Por su parte, el aumento medio salarial pactado en los convenios registrados hasta el 31 de mayo se mantiene en el 2,8 %.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, la ejecución presupuestaria del Estado hasta mayo se saldó con un superávit de 475 mm de pesetas (0,5 % del PIB), lo que supone una mejora importante respecto al déficit de 26 mm de pesetas registrado en el mismo período del año anterior. Los ingresos aumentaron un 9,4 % hasta mayo (8,7 % hasta abril), destacando el continuado dinamismo del IVA, que mantuvo una tasa de crecimiento superior al 16 %. Los gastos crecieron un 3 % hasta mayo (6,2 % hasta abril), compensándose, en parte, los mayores gastos en transferencias con reducciones en las demás rúbricas, especialmente en consumo público e intereses. En mayo también continuó la mejora en el saldo de caja no financiero, que se inició en el mes anterior, una vez corregida la mayor parte de los efectos de calendario presentes en el primer trimestre del año. El déficit acumulado en los cinco primeros meses del 2000 fue de 495 mm de pesetas, frente a los 619 mm del mismo período de 1999, lo que representa una disminución del 20 %. Tanto los ingresos como los pagos se aceleraron, en mayo. Sin embargo, el crecimiento de aquellos (4,4 %) resultó muy superior al de estos (2,7 %). Los ingresos se aceleraron, debido, básicamente, a la evolución del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), que situó su tasa de crecimiento en el 4,2 %. Por el contrario, la imposición indirecta continuó atenuando su fortaleza, aunque se mantuvieron niveles de recaudación muy elevados. Por su parte, la aceleración de los pagos se debió, sobre todo, a la evolución de los intereses, que ralentizaron su caída al corregirse,

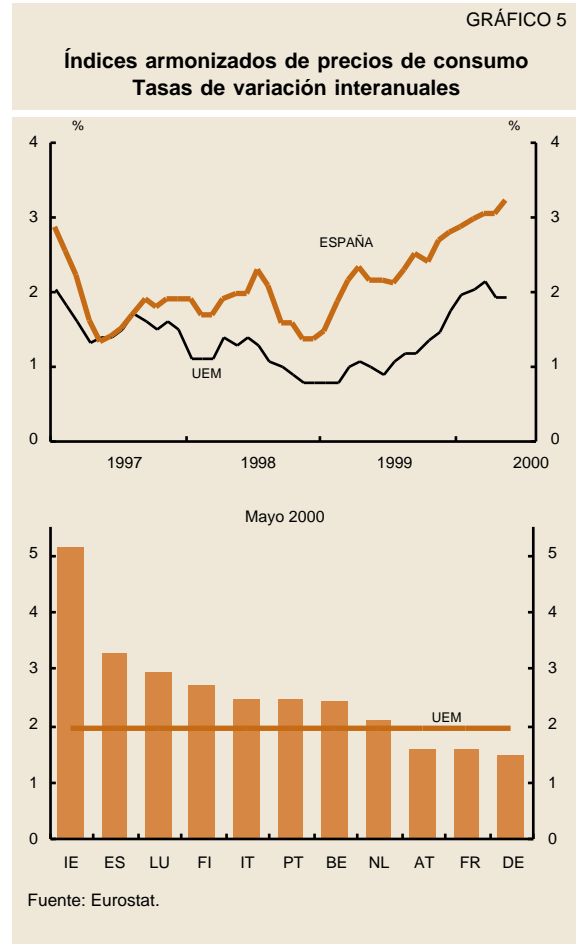
en gran medida, el efecto de calendario observado hasta abril.

2. EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

En el mes de mayo, el índice de precios de consumo (IPC) aumentó en una décima su ritmo de crecimiento interanual, que quedó situado en el 3,1 %. El componente de precios de los servicios y bienes no energéticos (IPSEBENE) experimentó un deterioro de la misma magnitud y alcanzó un crecimiento interanual del 2,3 %.

Por componentes, los precios de los servicios registraron un crecimiento del 3,4 %, similar al alcanzando un mes antes, destacando los aumentos observados en los apartados de cuotas y seguros médicos, en los servicios de hostelería y en el transporte de larga distancia. En este último caso, se estaría reflejando el aumento de los costes de la energía, que se viene produciendo en los últimos meses. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos aumentaron un 2 %, en términos interanuales, prolongando la aceleración que iniciaron a principios de año. Dentro de los precios de los bienes alimenticios, los elaborados volvieron a recortar su ritmo de avance, esta vez en dos décimas, hasta situarse en el 0,6 %. Este resultado se ha debido, en buena medida, al descuento de los abultados incrementos que se registraron en el mes de mayo de 1999 en los precios del vino y del aceite. A estos factores se ha unido la reducción del nivel de precios del aceite que se está produciendo en la actualidad. Respecto a los componentes del IPC que suelen presentar una mayor variabilidad, los precios de los alimentos sin elaborar incrementaron su ritmo de variación en el mes de mayo hasta el 2,1 %, destacando la evolución alcista de los precios de la carne de ovino y porcino. Por último, los precios energéticos volvieron a aumentar su ritmo de crecimiento, hasta situarse en el 15,4 % en el mes de mayo, reflejo del encarecimiento del crudo en los mercados internacionales, acentuado por la debilidad del euro. Además, el precio del gas natural aumentó un 5,3 % respecto al mes de abril, alcanzando una tasa de crecimiento interanual del 21,7 %.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) también acentuó su tasa de variación interanual en mayo hasta el 3,2 %. Este avance, unido al mantenimiento de la inflación en el conjunto de la UEM, en el 1,9 %, ha supuesto una ampliación del diferencial de inflación respecto a los países de la zona euro, que ahora se cifra en 1,3 puntos porcentuales. Este empeoramiento relativo de la evolución de los

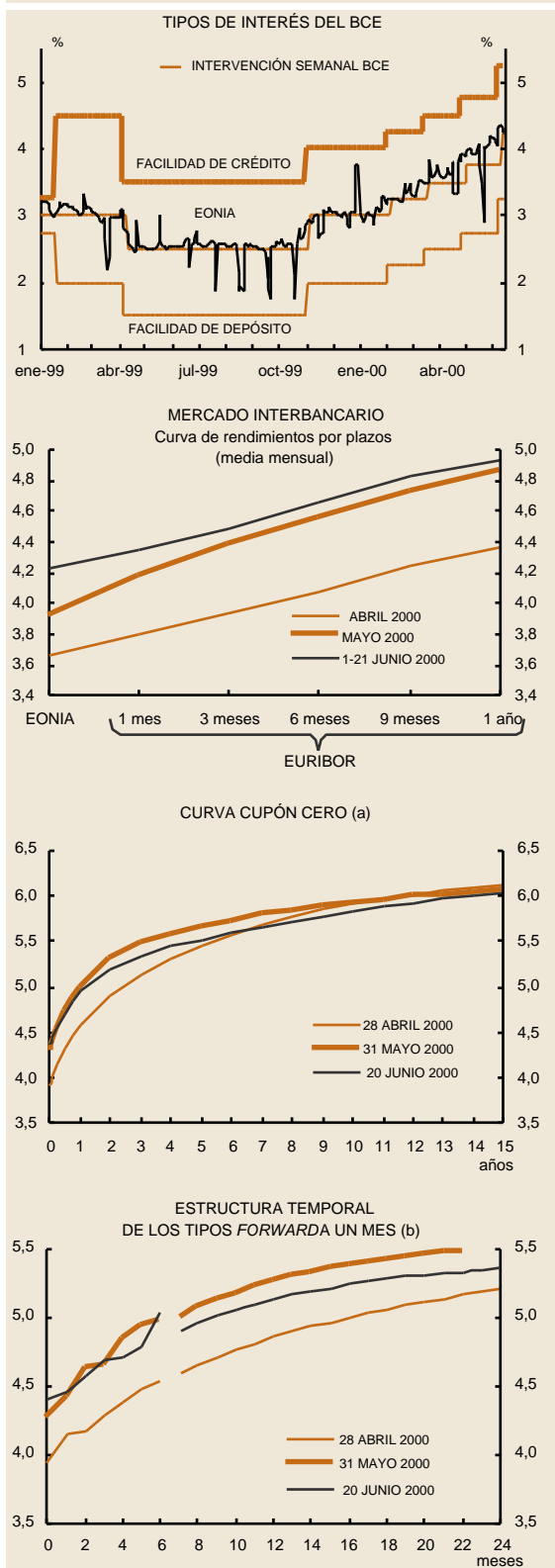


precios en España se ha localizado en los componentes de servicios y de bienes industriales no energéticos.

En cuanto al resto de indicadores de precios de la economía española, el índice de precios industriales (IPRI) se incrementó en un 5,7 % en el mes de abril, con respecto al mismo mes del año anterior, manteniendo la tasa alcanzada en marzo. Tras este crecimiento se encuentra el intenso vigor observado en la evolución de los precios intermedios, y de forma más acusada en su componente energético. En contraposición, los precios industriales de los bienes de consumo y de equipo registraron tasas de crecimiento moderadas, si bien los precios de los bienes de consumo no alimenticio presentan ritmos de crecimiento en ascenso. Los precios exteriores, medidos por los índices de valor unitario, experimentaron una sensible aceleración a lo largo del primer trimestre del año 2000, siendo más acusada en el caso de las importaciones, con un 11,5 % de crecimiento interanual, que en el correspondiente a las exportaciones, con un crecimiento del 5,4 %. Como en meses anteriores, el principal factor explicativo del deterioro de la evolución de los precios fueron los precios energéticos, que, con

GRÁFICO 6

Tipos de interés en la zona del euro



Fuentes: Banco de España y BCE.
 (a) Estimación con datos del mercado monetario y de swaps.
 (b) Implícitos hasta seis meses en los tipos EURIBOR y estimados con la curva cupón cero para horizontes mayores.

tasas de variación interanual, en el primer trimestre del año, del 98 % para la exportación y del 157 % para la importación, han sobrepasado ampliamente al resto de componentes. Por otro lado, mientras que la aceleración de los precios ha sido generalizada en las importaciones, en el caso de las exportaciones algunos componentes, como el de bienes de consumo, han moderado su ritmo de avance.

3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LA U.E.M.

Según la última información disponible, la actividad económica en el entorno exterior de la Unión Económica y Monetaria (UEM) sigue mostrando, en general, un clima expansivo, a la vez que en la zona del euro se está prolongando en la primera parte del año la recuperación iniciada a partir del segundo trimestre de 1999. La situación inflacionista en las economías occidentales industrializadas se ha deteriorado recientemente como consecuencia del mantenimiento del precio del crudo en niveles muy elevados, a pesar del incremento de la producción acordado recientemente por la OPEP, en un contexto de fortaleza de la demanda interna en la mayor parte de los países.

Los indicadores últimamente publicados referidos a la economía de Estados Unidos muestran algunos signos de una posible pérdida de dinamismo de la actividad. No obstante, la visión que proporcionan estos indicadores no es uniforme, por lo que resulta prematuro elaborar un juicio acerca de la verdadera intensidad de este fenómeno o de su perdurabilidad en el tiempo. Así, el ritmo más pausado de crecimiento de las ventas minoristas en abril y mayo, y de automóviles en mayo, sugiere un menor vigor del consumo privado, que, sin embargo, no se ve corroborado por la fortaleza que ha mostrado el índice de confianza de los consumidores en ese último mes. De modo análogo, la menor firmeza de la producción de manufacturas a la que apuntan los últimos datos del índice de la Asociación Nacional de Directores de Compras no es coherente con el avance del IPI en mayo. Por último, del aumento de la tasa de paro en mayo (hasta el 4,1 % de la población activa) se desprende una incipiente reducción del grado de tensionamiento del mercado de trabajo.

Por su parte, el crecimiento interanual del IPC en Estados Unidos repuntó en mayo en una décima, hasta el 3,1 %. Este incremento se debió, fundamentalmente, al comportamiento de los precios de los servicios y de los alimentos, ya que el resto de los componentes mostró

una gran estabilidad. El indicador que excluye los precios de los alimentos y de los bienes energéticos creció un 2,4 % en tasa interanual, retornando a la cifra registrada en marzo, tras el ligero descenso de abril. Finalmente, el déficit de la balanza comercial mostró una ligera mejoría en el mes de abril, debido, sobre todo, a la moderación del precio del petróleo en dicho período.

En Japón, el PIB se expandió, según estimaciones preliminares, a una tasa interanual del 0,7 % en el primer trimestre del año, muy por encima del -0,1 % registrado el trimestre anterior. Esta mejora fue el resultado de un mayor ritmo de avance del consumo y, sobre todo, del fortalecimiento de la inversión privada y de la notable progresión de las exportaciones, que, junto con el debilitamiento de las importaciones, dio lugar a que la demanda exterior neta mostrara, por primera vez desde el tercer trimestre de 1998, una contribución positiva al crecimiento del producto. Cabe destacar la fuerte desaceleración de la inversión pública, que parece indicar un cierto retraso en la aplicación del paquete fiscal de estímulo de la actividad aprobado en noviembre del año pasado. Los indicadores disponibles referidos al segundo trimestre del año, todavía muy escasos, apuntan al mantenimiento de ritmos modestos de expansión de la actividad, con una evolución positiva de la inversión privada, estimulada por el incremento de los beneficios empresariales, y con un escaso dinamismo del consumo privado, cuya evolución podría estar viéndose lastrada por la persistente tendencia deflacionista y, en menor medida, por la fuerte caída de la bolsa japonesa en los meses de abril y mayo. Por su parte, en el Reino Unido la reciente depreciación de la libra en términos efectivos, aunque puede facilitar una corrección de los desequilibrios sectoriales que mantiene esta economía, introduce una presión alcista adicional sobre la evolución de los precios, en un contexto en el que la inflación generada internamente, aunque se ha moderado recientemente, es todavía elevada.

En los mercados financieros internacionales, las rentabilidades de los bonos a diez años de Estados Unidos y del área del euro han descendido en magnitudes aproximadas respectivas de 0,3 y 0,5 puntos porcentuales entre los días centrales de los meses de mayo y junio, con lo que el diferencial positivo entre ambos se ha estrechado hasta una cuantía próxima a los 85 puntos básicos. La evolución más reciente de los principales indicadores bursátiles internacionales se ha caracterizado por una volatilidad relativamente elevada y por una cierta recuperación desde los niveles mínimos anuales alcanzados a finales de mayo. Esta mejoría



ha sido muy leve en los índices Dow Jones y Nikkei, pero mucho más pronunciada en el caso del NASDAQ, cuya revalorización entre el 23 de mayo y el 15 de junio ha sido cercana al 20 %. En los mercados de divisas (véase gráfico 7) ha tenido lugar en las últimas semanas un debilitamiento del tipo de cambio del dólar frente al yen y, sobre todo, frente al euro (con relación al cual la divisa norteamericana se ha depreciado, aproximadamente, un 6,5 % entre comienzos de mayo y mediados de junio).

Según las estimaciones preliminares de la contabilidad nacional del área del euro referida al primer trimestre del año, el crecimiento de la actividad económica expresado en tasa interanual fue del 3,2 % en ese período, una décima superior al observado en el cuarto trimestre del ejercicio precedente. La demanda interna se desaceleró hasta el 2,4 %, fruto de la evolución del consumo de los hogares, cuya debilidad, en parte debida a factores transitorios que han afectado a la cifra publicada correspondiente a Alemania, contrarrestó el dinamismo que ha mantenido la formación bruta de capital fijo. Por el contrario, la demanda exterior neta intensificó su expansión, debido al ritmo de crecimiento

Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2000					
	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (c)
ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):						
Índice de Producción Industrial	3,2	5,5	5,0			
Comercio al por menor	2,1	3,3	-0,3			
Matriculaciones de turismos nuevos	0,8	4,6	-1,0	-0,8		
Confianza de los consumidores	-1	0	0	0	1	
Confianza industrial	1	3	4	5	6	
IAPC	1,9	2,0	2,1	1,9	1,9	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):						
M3	5,2	6,0	6,4	6,5		
M1	9,2	10,5	10,2	11,4		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	7,4	7,9	7,8	8,1		
<i>AAPP</i>	1,4	0,9	-0,8	-1,3		
<i>Otros sectores residentes</i>	9,5	10,5	10,9	11,4		
EONIA	3,04 %	3,28 %	3,51 %	3,68 %	3,92 %	4,22 %
EURIBOR a tres meses	3,34 %	3,54 %	3,75 %	3,93 %	4,38 %	4,48 %
Rendimiento bonos a diez años	5,70 %	5,66 %	5,49 %	5,41 %	5,52 %	5,30 %
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,08	0,97	0,88	0,64	1,03	0,94
Tipo de cambio dólar/euro	1,014	0,983	0,964	0,947	0,906	0,952
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	-4,1	6,8	6,0	2,9	2,5	5,2

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.

más elevado de las exportaciones que de las importaciones, lo que ha supuesto que su contribución al crecimiento del producto haya aumentado hasta 0,8 puntos porcentuales, tres décimas por encima de la del último trimestre de 1999. La información coyuntural más reciente referida al segundo trimestre del año (véase cuadro 1) apunta al mantenimiento de un ritmo elevado de expansión de la actividad económica. Así, el nivel del indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea experimentó un aumento adicional en mayo, tanto por el avance del componente de pedidos como por el de las expectativas de producción futura. Asimismo, el nivel del indicador de confianza de los consumidores siguió aumentando en mayo. El continuado descenso de la tasa de desempleo del área (hasta el 9,2 % en abril) constituye uno de los elementos que podrían explicar este creciente optimismo de las familias, que probablemente se reflejará en una mayor fortaleza del consumo privado en los meses centrales del año.

La tasa de inflación del área, medida por el aumento interanual del IAPC, permaneció estable en el 1,9 % en el mes de mayo (véase gráfi-

co 5), como resultado de un aumento de tres décimas en la tasa de variación del componente de bienes y de una reducción en la de los servicios de esa misma magnitud. El incremento del agregado de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) se redujo en una décima, ya que fueron los componentes que no incluye este índice los que mayor aceleración mostraron, como consecuencia, en el caso de la energía, del alza de los precios del petróleo en el mes de mayo. Por último, el descenso del ritmo de variación de los precios de los servicios se debió, en gran medida, a los moderados avances en las partidas relacionadas con el turismo, contrarrestando el elevado repunte que experimentaron en abril. En las semanas de junio que precedieron a la reunión de la OPEP del día 21, el precio del crudo se mantuvo estabilizado en el entorno de los 29 \$/baril, superando los 30 \$ con posterioridad. En estos momentos, según la información de que se dispone sobre los acuerdos tomados en esta reunión, no parece probable que el precio del petróleo experimente una corrección importante en los meses de verano. Por su parte, los precios de producción industrial se desaceleraron en el mes de abril, al aumentar un 5,7 % en

tasa interanual (frente al 6,2 % del mes anterior), reflejando el menor crecimiento del componente de bienes intermedios asociado a la caída del precio del petróleo en abril.

La expansión económica en la zona del euro continúa produciéndose en un contexto monetario y financiero caracterizado por unas condiciones holgadas de liquidez. Así, aunque el tipo de cambio del euro ha mostrado a lo largo del mes de mayo y la parte transcurrida de junio una cierta recuperación de sus niveles de cotización frente a las principales divisas, los agregados monetarios y crediticios siguieron mostrando unos ritmos de crecimiento elevados. Este escenario ha contribuido a mantener en este período los riesgos de un posible deterioro en el comportamiento de los precios, de forma que la inflación pudiera situarse a medio plazo por encima del objetivo definido en la estrategia de política monetaria del Eurosistema. Como consecuencia de ello, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió aumentar, el día 8 de junio, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los de las facilidades permanentes de crédito y de depósito, en una cuantía de 50 puntos básicos en cada caso, situándose en el 4,25 %, 5,25 % y 3,25 %, respectivamente (véase gráfico 6). Esta medida fue acompañada del anuncio de un cambio en la forma de ejecución de las operaciones principales de financiación, que pasarán a adjudicarse mediante subastas a tipo variable desde finales de junio, en sustitución del procedimiento a tipo fijo; no obstante, esta modificación ha obedecido a razones de tipo técnico y no representa, por tanto, ninguna señal de política monetaria.

A lo largo de mayo y en los primeros días de junio, los tipos de interés del mercado monetario aumentaron en todos los plazos, en respuesta a las expectativas de movimientos al alza de los tipos oficiales por parte del BCE. Así, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA (*European Overnight Index Average*), se mantuvo durante casi todo el período en torno a 25 puntos básicos por encima del tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación; en cambio, tras la elevación del tipo oficial, superior a lo anticipado inicialmente por los mercados, el tipo a un día ha oscilado alrededor del tipo de intervención. Los tipos interbancarios siguieron también una evolución ascendente, colocándose, al final del período que se analiza, entre el 4,4 % y el 5 % en los plazos entre uno y doce meses, lo que representa aumentos en torno a 45 y 50 puntos básicos en relación con los niveles alcanzados a finales de abril. A su vez, los tipos negociados en el mercado de futuros y los tipos implícitos en el mercado de contado incorporaban, a me-

diados de junio, unas expectativas de aumento de cerca de 50 puntos básicos en los niveles de tipos de interés a corto plazo a lo largo de los próximos seis meses (véase la parte inferior del gráfico 6).

En los mercados de deuda del área, los tipos de interés a largo plazo disminuyeron en el conjunto del período, de manera que, tras el aumento experimentado en abril y en la primera mitad del mes de mayo, reanudaron el perfil descendente que ha predominado a lo largo del año desde el nivel máximo alcanzado en enero. Esta evolución puede asociarse a la influencia que el comportamiento de los mercados de deuda norteamericanos ha venido ejerciendo sobre los mercados de deuda europeos, así como también a la posible mejora de las expectativas de inflación en el conjunto de la UEM, tras la elevación de los tipos de interés oficiales por el Eurosistema. Al final del período que se analiza, el tipo de interés a diez años en la UEM se situaba en torno al 5,3 %, casi 20 puntos básicos por debajo del nivel alcanzado a finales de abril. Por su parte, la pendiente de la curva de rendimientos experimentó una nueva reducción y el diferencial de tipos a largo plazo frente a Estados Unidos aumentó desde finales de abril, alcanzando, a mediados de junio, un nivel medio mensual algo inferior a 100 puntos básicos (véase cuadro 1).

Los precios en los mercados de renta variable de la UEM continuaron mostrando una elevada volatilidad, en paralelo al irregular comportamiento de las cotizaciones en los mercados de renta variable estadounidenses y a la incertidumbre relativa a los beneficios empresariales en los sectores de tecnología y de telecomunicaciones. Estos factores frenaron, en gran medida, la influencia favorable ejercida por el contexto de fuerte crecimiento económico en la zona del euro, si bien no impidieron que el índice Dow Jones EURO STOXX amplió terminara situado, a mediados de junio, en torno a un 2 % por encima del nivel alcanzado al final de abril. Con ello, en la parte transcurrida del año, la revalorización acumulada de los precios en estos mercados ha sido de alrededor de un 5 %.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios y crediticios, los datos disponibles más recientes, correspondientes a abril, muestran que continúa el proceso de expansión de las principales magnitudes monetarias y crediticias, con una nueva aceleración de M3 y del crédito al sector privado. Así, el agregado M3 creció en abril, en términos interanuales, un 6,5 %, con lo que la media móvil de los incrementos interanuales de los últimos tres meses fue del 6,3 %, frente al 5,9 % del mes anterior, lo que representa 1,8 puntos porcen-

Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999	2000				
	DIC	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN (a)
BANCARIOS:								
Tipo sintético pasivo	3,22	2,06	1,98	2,06	2,17	2,23	2,37	...
Tipo sintético activo	6,54	5,15	5,03	5,30	5,55	5,47	5,79	...
TESORO:								
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	2,95	3,75	3,95	4,14	4,32	4,73	4,7
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,54	4,56	5,04	5,02	4,81	5,20	5,1
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,32	5,38	5,77	5,73	5,42	5,71	5,4
MERCADOS SECUNDARIOS (c):								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	2,88	3,60	3,83	3,93	4,12	4,48	4,6
Deuda pública a diez años	5,64	4,08	5,37	5,73	5,55	5,45	5,63	5,4
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,19	0,22	0,21	0,22	0,27	0,2
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	37,19	16,22	11,42	7,48	3,81	-2,47	-3,3
Diferencial pagarés de empresa con letras del Tesoro	0,15	0,33	0,17	0,27	0,24	...	...	...
Diferencial obligaciones privadas con deuda pública a más de dos años	0,17	0,58	0,21	0,12	0,00	-0,03	...	.

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios, hasta el 20 de junio.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

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

tales por encima del valor de referencia definido en la estrategia de política monetaria. Por componentes, se observa que la aceleración de M3 estuvo propiciada por el impulso de los componentes más líquidos, especialmente de los depósitos a la vista, que reflejaron en este mes un aumento interanual próximo al 13 %, así como por el dinamismo de los depósitos al plazo de hasta dos años y de las cesiones temporales. El agregado M1, que incluye el efectivo y los depósitos a la vista, creció en abril a una tasa interanual del 11,4 %, frente a un 10,2 % en el mes precedente.

En cuanto a los créditos concedidos por las Instituciones Financieras Monetarias (IFM), la financiación total concedida a los sectores residentes en la zona del euro mostró en abril un crecimiento interanual del 8,1 %, por encima del 7,8 % en el mes anterior. Esta evolución fue consecuencia de una aceleración del crédito al sector privado, que alcanzó una tasa interanual del 11,4 % (10,9 % en marzo), mientras que la financiación a las Administraciones Públicas experimentó una notable contracción, que se reflejó en una reducción interanual del 1,3 % (caída del 0,8 % en marzo). En cuanto a las restantes contrapartidas de M3, la posición acreedora de las IFM frente al exterior disminuyó, en este mes, en 32 mm de euros, lo que, en

términos acumulados de doce meses, determinó una reducción de la posición neta de las IFM frente al exterior de 202 mm de euros. Por último, la tasa de aumento interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM se mantuvo, en abril, en el 4,5 %.

4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

La evolución de los mercados financieros nacionales en el conjunto del período de referencia —mes de mayo y los días transcurridos de junio— ha venido marcada por el mantenimiento del perfil de incremento en los tipos de interés de corto plazo y por la reanudación, desde mediados del mes de mayo, de la tendencia descendente en los tipos de interés de los mercados de deuda, que venía produciéndose desde el mes de enero. Este proceso parece haberse concretado de forma más decidida después de la instrumentación de la última subida del tipo de referencia oficial del BCE, el pasado 8 de junio. Así, las rentabilidades negociadas en el mercado de deuda a diez años, que habían experimentado un ascenso en mayo, han vuelto a niveles próximos a los del mes de abril, 5,4 % (véase cuadro 2). En cambio, los tipos de interés de

CUADRO 3

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

	2000	1998	1999	2000		
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
1. Activos financieros líquidos (2 + 3) = (4 + 7)	556,8	5,4	3,6	2,4	3,9	5,6
2. Medios de pago	270,3	14,8	11,9	12,2	11,9	12,6
3. Otros activos financieros	286,5	-1,1	-3,1	-5,3	-2,6	-0,3
4. Familias (5 + 6)	449,6	3,6	0,7	-0,9	0,7	2,5
5. Medios de pago	204,0	8,9	13,9	12,6	12,0	12,1
6. Otros activos financieros	245,6	0,4	-8,2	-9,8	-7,2	-4,3
7. Empresas no financieras (8 + 9)	107,2	15,3	18,5	19,1	20,1	20,4
8. Medios de pago	66,4	36,7	6,2	11,1	11,4	14,0
9. Otros activos financieros	40,9	-13,5	44,7	34,6	36,9	32,7
PRO MEMORIA:						
10. Fondos de inversión (11 a 13) (c)	186,2	39,3	-2,7	-9,9	-9,6	-15,5
11. FIAMM	35,8	-10,3	-8,4	-8,1	-8,8	-8,9
12. FIM de renta fija	69,1	25,5	-26,3	-37,1	-32,1	-28,0
13. Resto de fondos de inversión	81,3	24,1	32,0	35,3	31,2	21,5

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.

(c) Variación interanual del saldo.

los mercados a corto plazo, han continuado aumentando, lo que se ha materializado en una elevación de, aproximadamente, 60 puntos básicos.

Según refleja la información correspondiente al mes de mayo, las entidades bancarias han seguido trasladando gradualmente a sus operaciones con clientes las elevaciones de tipos de interés producidas en los mercados monetarios y financieros. Así, desde el inicio de año, el tipo sintético de las operaciones activas se ha incrementado en torno a 80 puntos básicos, y el tipo sintético de las operaciones pasivas, en 40 puntos básicos.

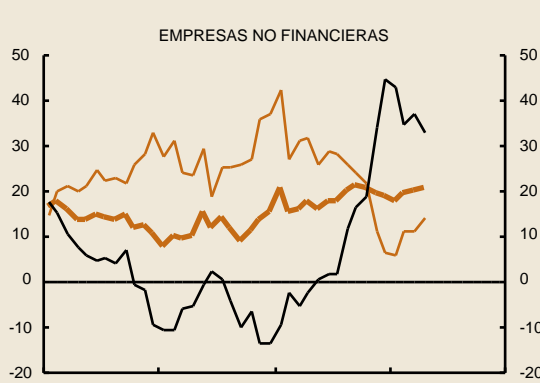
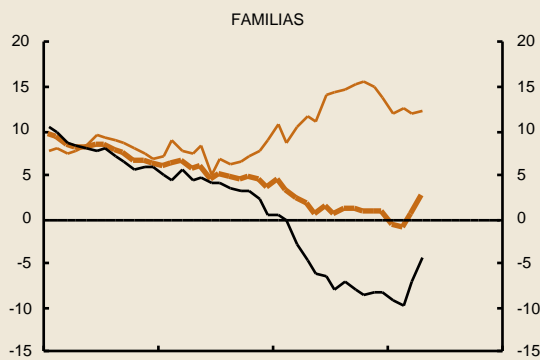
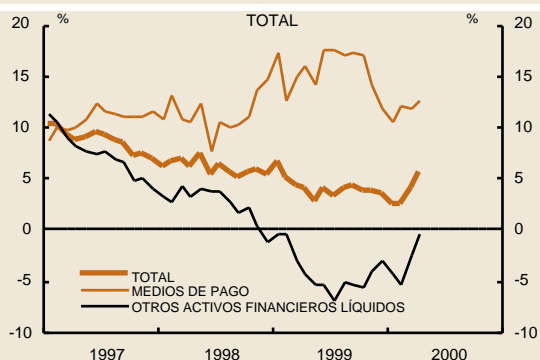
Los mercados bursátiles han sufrido pérdidas de cierta consideración durante el mes de mayo y los días transcurridos de junio, obteniendo unos resultados significativamente peores que en otras plazas europeas. De nuevo, la evolución errática en el sector de telecomunicaciones explica gran parte del retroceso de las cotizaciones. En concreto, durante este período se han neutralizado las ganancias acumuladas desde principios de año, llegando a producirse durante el mes de mayo unas pérdidas acumuladas del 2,5 % en el índice general de la bolsa de Madrid. En los días transcurridos de junio ha habido caídas adicionales en las cotizaciones, que se enmarcan dentro del proceso de alta volatilidad en la que se encuentra inmerso actualmente este mercado.

En este contexto, los activos financieros líquidos (AFL) del conjunto de las empresas no financieras y de las familias parecen confirmar la recuperación de un ritmo más vivo de crecimiento que ya se apuntaba el mes pasado, lo que se ha traducido, durante el mes de abril, en un crecimiento próximo al 6 % en tasa interanual, frente al 4 % de marzo (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Esta moderada aceleración en la senda de crecimiento del conjunto de los AFL está determinada tanto por la tendencia de crecimiento sostenido que vienen mostrando los componentes más líquidos que se engloban en los medios de pago, con tasas de crecimiento cercanas al 13 %, como por la progresiva desaceleración en el proceso de disminución del saldo del resto de los AFL. Esta última tendencia viene explicada por la recuperación de la rentabilidad de algunos instrumentos financieros.

Respecto a la evolución más reciente de los instrumentos que integran los AFL, destaca, por un lado, y dentro de los medios de pago, el significativo repunte, en abril, de los depósitos a la vista, que crecieron un 17 %, frente al 14 % del mes anterior. Esta evolución contrasta con la menor expansión de los depósitos de ahorro, que presentaron tasas cercanas al 11 % en abril. Por su parte, el efectivo mantiene la tónica de crecimiento de meses anteriores, en torno al 7 %. En cuanto a los instrumentos que se engloban en el resto de los activos financieros líquidos, hay que señalar, un mes más, el creci-

GRÁFICO 8

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

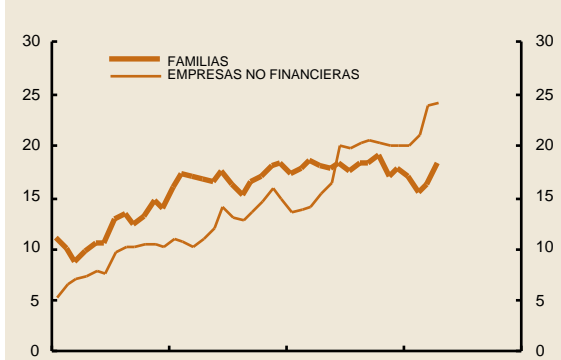
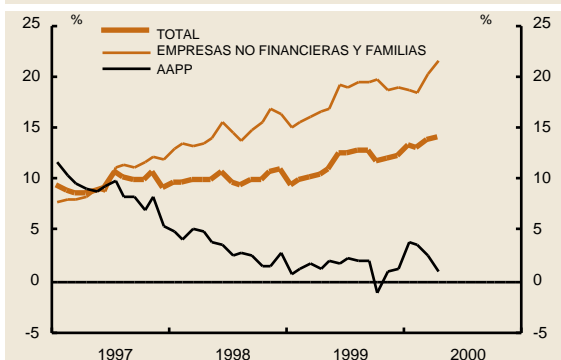


Fuente: Banco de España.

miento acelerado del conjunto de los depósitos a plazo y de las cesiones, que crecieron un 25,5 %. Las participaciones en fondos de inversión FIAMM y FIM de renta fija continuaron mostrando una evolución contractiva en el conjunto del patrimonio, si bien este proceso ha tendido a ralentizarse en los últimos meses, tanto por la disminución del ritmo de caída de las suscripciones netas como por el efecto de su sostenida —aunque lenta— revalorización. El resto de fondos de inversión, como son los de renta variable y los internacionales, siguieron una evolución desigual. Mientras que el pa-

GRÁFICO 9

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



Fuente: Banco de España.

trimonio de los fondos de renta variable ha disminuido de nuevo en este mes, el de los fondos internacionales ha aumentado por las voluminosas suscripciones netas registradas. Así, la definición amplia de los AFL, que incluye la totalidad de los fondos de inversión, ha crecido en el mes de abril a una tasa cercana al 8,5 %, ligeramente inferior a la del pasado mes de marzo.

Atendiendo a la evolución de los AFL por sectores, hay que señalar que, mientras que las empresas no financieras han mantenido el dinamismo de meses anteriores, con tasas de crecimiento superiores al 20 %, han sido los AFL de las familias los que han registrado un crecimiento significativamente mayor durante el mes de abril, situándose su tasa interanual en el 2,5 %, frente a tasas casi nulas o negativas durante los últimos seis meses. La mayor contribución al crecimiento de los AFL de las familias es imputable a la favorable evolución del resto de los activos financieros líquidos, mientras que los medios de pago han mantenido el mismo ritmo de crecimiento de finales del año 1999, con tasas próximas al 12 %. Esto se ha debido a que la moderación de los depósitos de

CUADRO 4

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

	2000	1998	1999	2000		
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
1. Financiación total (2 + 5)	941,2	10,8	12,3	13,0	13,6	14,0
2. Empresas no financieras y familias (3 + 4)	635,9	16,3	19,0	18,5	20,3	21,5
3. Familias	280,0	18,3	17,7	15,4	16,0	18,2
4. Empresas no financieras	355,9	14,8	19,9	21,1	23,9	24,2
5. Administraciones Públicas	305,3	2,8	1,3	3,5	2,4	1,0

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.

ahorro registrada este mes ha compensado, en parte, el mayor dinamismo mostrado por los depósitos a la vista. En cuanto a las empresas no financieras, han sido, sin embargo, los medios de pago los que han tenido este mes un comportamiento más dinámico, con una tasa del 14 %, frente al 11 % del mes anterior. Por el contrario, el resto de los AFL ha tenido un comportamiento más moderado.

Las perspectivas de crecimiento para el mes de mayo de los AFL de las empresas no financieras y familias apuntan hacia un crecimiento más moderado, determinado por un ligero retroceso, respecto al mes de abril, del ritmo de expansión de los medios de pago, principalmente concentrado en los depósitos a la vista y, en menor medida, en los depósitos de ahorro y en el efectivo, a la vez que se mantiene la tendencia a la recuperación del resto de los activos financieros líquidos.

La financiación obtenida por el conjunto de los sectores residentes no financieros se mantiene en la tónica de crecimiento sostenido, alcanzando en el mes de abril un 14 % en tasa interanual (véanse cuadro 4 y gráfico 9). En cuanto al sector privado, la financiación del conjunto de las empresas no financieras y las familias mostró una nueva aceleración en este mes, dentro de la trayectoria de fuerte dinamismo que este indicador viene mostrando desde hace un año. En concreto, su tasa interanual se ha situado en abril por encima del 21 %, asociada a la mayor expansión de los préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes, que crecieron en torno al 19 % en tasa interanual, casi un punto y medio más que en el mes de marzo. Este hecho pone de manifiesto el comportamiento inercial de este indicador, que no parece reflejar, hasta el momento, el impacto del encarecimiento del crédito en los últimos meses.

En este contexto, el sector de familias ha sido el que ha mostrado una mayor aceleración en sus ritmos de obtención de financiación, que nuevamente ha crecido en abril a tasas superiores al 18 %, después de algunos meses en que su crecimiento parecía haberse moderado. Por su parte, las empresas han mantenido la misma trayectoria de meses anteriores, con tasas de avance muy elevadas, cercanas al 24 %.

Durante el mes de mayo ha tenido lugar una reducción en los ritmos de crecimiento del crédito otorgado por las entidades bancarias al sector privado no financiero en relación con los dos meses precedentes, aunque siempre dentro de la tónica de vivo crecimiento que ha venido dominando la tendencia de esta magnitud crediticia.

La información disponible del destino del crédito bancario correspondiente al primer trimestre del año pone de manifiesto el dinamismo que mantiene el crédito concedido a las actividades productivas, donde la financiación tanto a la industria como a la construcción ha mostrado, durante este período, una aceleración respecto al cierre del año pasado. En el caso de la industria, el crédito creció a tasas interanuales del 16 %, frente al 10 % del cierre del año anterior. Por su parte, la construcción también mostró un avance notable, de un 24 %, 4 puntos más que en el cuarto trimestre del año 1999. Por lo que respecta al crédito concedido a las personas físicas, se mantiene el mismo ritmo de expansión de trimestres anteriores, con crecimientos en torno al 18 %. No obstante, dentro de este componente, hay que señalar, aunque con la debida cautela, que se observa una desaceleración adicional del crédito concedido a la adquisición de bienes de consumo duraderos, que creció un 6,5 % en este pri-

mer trimestre, tasa que contrasta con la fuerte expansión que tuvo en el mismo período del año anterior. Por lo que respecta al crédito concedido a la adquisición de vivienda habitual, se mantiene el ritmo de avance de trimestres precedentes, con tasas próximas al 18,5 %.

Finalmente, la financiación obtenida por las Administraciones Públicas ha continuado su tendencia de moderación, en línea con su com-

portamiento de meses precedentes, alcanzando en abril un crecimiento interanual del 1 %. Esta favorable evolución se ha debido al aumento del saldo de la cuenta corriente en el Banco de España y del resto de depósitos, a la vez que, por el lado del pasivo, el saldo de valores a corto y largo plazo ha continuado contrayéndose.

27.6.2000.

Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2000 (1)

1. INTRODUCCIÓN

La información disponible en la Central de Balances Trimestral (CBT) para el primer trimestre de 2000 muestra que las empresas colaboradoras continúan la positiva evolución iniciada en la segunda mitad de 1999. Su valor añadido bruto (VAB) experimentó un incremento nominal del 5,7 % en los tres primeros meses de 2000 respecto al mismo período de 1999. Esta positiva evolución se basa, en gran medida, en las de las exportaciones y la demanda interior, rasgos ya observados a lo largo del año anterior y confirmados por otras fuentes. Hay que destacar el vigor mostrado por las industrias manufactureras, favorecidas por la recuperación de las exportaciones y por el incremento de la inversión en bienes de equipo, ya que el negativo impacto del aumento del precio del crudo sobre los consumos intermedios no ha afectado en su totalidad a la evolución del VAB de las manufactureras. Efectivamente, en la información de base hay evidencia de que los citados aumentos del precio del crudo han afectado de forma distinta al VAB y a los márgenes de explotación de las empresas de refino de petróleo (clasificadas entre las manufactureras) y a las de comercialización de carburantes (clasificadas en el sector comercio). El VAB de las empresas de refino muestra una evolución positiva, y negativa el de las empresas que comercializan los carburantes hacia la demanda final, lo que parece poner en evidencia que, en el segundo caso, no se están trasladando en su totalidad los mayores precios de los *inputs*.

El crecimiento de la actividad productiva ha supuesto una importante creación de empleo, a pesar de los ajustes de plantilla que vienen afectando desde hace varios trimestres a grandes empresas de sectores en proceso de liberalización. Concretamente, las tasas de evolución del empleo de las empresas que colaboran con la CBT son netamente positivas, rompiendo con una trayectoria que había estado dominada, hasta ahora, por la sobrerrepresentación de las empresas en reestructuración. Los datos disponibles muestran que la mayoría de las empresas que configuran la muestra aumentaron sus plantillas en los tres primeros meses de 2000, especialmente en el comercio, los servicios prestados a las empresas y la construcción. Las remuneraciones medias aumentaron

(1) La información que se publica en este artículo es la relativa a 723 empresas, que son las que contestaron a la Central de Balances Trimestral hasta el 15 de junio de 2000. Dichas empresas cubren un 15,3 % del total de la actividad del sector de empresas no financieras [medida por el valor añadido bruto al coste de los factores (VAB)].

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		
	1997	1998	I a IV 99/ I a IV 98 (a)	I 99/I 98	I 00/I 99
Número de empresas / Cobertura total nacional	8046 / 38,9 %	6806 / 37,1 %	854 / 17,4 %	912 / 19,8 %	723 / 15,3 %
1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	10,1	6,5	8,8	2,8	24,0
De ella:					
1. Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación	10,0	7,1	9,9	4,5	23,8
2. CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	11,6	6,3	13,1	2,8	37,7
De ellos:					
1. Compras netas	11,9	3,7	16,1	-0,2	54,2
2. Otros gastos de explotación	10,8	11,2	10,0	10,6	9,1
S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES	7,1	6,8	2,4	2,8	5,7
3. Gastos de personal	4,0	5,3	1,9	2,0	5,2
S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN	11,0	8,5	2,9	3,5	6,2
4. Ingresos financieros	11,0	9,5	26,1	26,5	14,8
5. Gastos financieros	-13,9	-8,7	-7,1	-11,6	17,0
6. Impuesto sobre beneficios	23,0	29,8	21,3 (c)	13,6	17,1 (c)
S.3. RECURSOS GENERADOS	17,2	10,3	7,8	8,1	6,0
7. Amortizaciones y provisiones	25,0	18,7	6,1	9,9	-0,2
S.4. RESULTADO NETO (% sobre el VAB al coste de los factores)	14,8	15,5	20,2	22,4	29,1
RENTABILIDADES					
R.1. Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos) (b)	7,6	8,3	8,7	8,5	8,3
R.2. Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	6,7	5,7	4,9	5,1	4,9
R.3. Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos) (b)	8,1	9,6	10,5	10,1	9,9
R.4. <i>Ratio</i> de endeudamiento	38,9	39,3	38,5	38,3	37,3
R.5. Apalancamiento financiero (antes de impuestos) (R.1 – R.2) (b)	0,9	2,6	3,8	3,4	3,4

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.

(c) Tasa corregida de operaciones singulares.

GRÁFICO 1

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



Fuente: Banco de España.

(a) Información disponible hasta el 16 de junio de 2000 (CBA y CBT).

(b) Datos de 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) Media de los cuatro trimestres de 1999 sobre igual periodo de 1998.

(d) Primer trimestre del 2000 sobre el primer trimestre de 1999.

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	
	1998	I a IV 99 (a)	I 99	II 00	1998	I a IV 99 (a)	I 99	II 00	1998	I a IV 99 (a)	I 99	II 00	1998	I a IV 99 (a)	I 99	II 00
Total	6,8	2,4	2,8	5,7	3,4	-0,2	-0,6	1,4	5,3	1,9	2,0	5,2	1,9	2,0	2,6	3,7
Total, excepto sector eléctrico	7,9	2,1	2,5	6,6	3,8	0,6	0,2	2,0	5,8	2,7	2,9	6,2	2,0	2,2	2,7	4,2
TAMAÑOS:																
Pequeñas	8,5	—	—	—	4,3	—	—	—	7,3	—	—	—	3,0	—	—	—
Medianas	9,9	7,2	10,5	9,1	5,7	5,5	4,6	4,8	8,7	7,1	7,6	8,1	2,9	1,5	2,8	3,2
Grandes	6,3	2,1	2,3	5,5	2,9	-0,8	-1,2	1,0	4,8	1,4	1,5	4,9	1,8	2,2	2,7	3,8
NATURALEZA:																
Públicas	5,0	1,9	1,9	3,0	-1,4	0,9	1,4	-0,1	2,1	4,9	5,2	5,4	3,5	4,0	3,8	5,5
Privadas	7,1	2,6	3,0	6,2	4,5	-0,6	-1,3	1,9	6,1	0,8	0,9	5,1	1,5	1,4	2,2	3,1
DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA:																
Industrias manufactureras	6,7	0,5	-2,2	18,8	2,3	-0,5	-0,2	-0,1	5,5	2,1	3,0	4,5	3,2	2,6	3,2	4,6
Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	0,2	3,8	3,8	2,7	-5,8	-8,2	-8,9	-4,9	-1,7	-5,4	-5,2	-3,7	4,3	3,1	4,0	1,3
Comercio	13,9	6,9	9,9	4,9	8,2	6,4	5,0	7,2	9,5	7,6	9,3	9,3	1,3	1,1	4,1	2,0
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	5,6	0,3	2,2	-2,3	-0,4	-4,6	-4,8	-2,1	3,2	-0,2	-1,7	4,2	3,7	4,7	3,3	6,4

Fuente: Banco de España.

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

con respecto al mismo período del año anterior a una tasa del 3,7 %, continuando la tendencia observada en la última parte de 1999, lo que supone una cierta interrupción en la pauta de la moderación salarial que se ha venido registrando hasta el tercer trimestre de 1999. La aceleración ha afectado a la mayoría de los sectores de actividad, con independencia de su situación relativa. Como consecuencia del crecimiento del empleo y las remuneraciones medias, los gastos de personal experimentaron un crecimiento superior al 5 %, que, al ser inferior a la evolución del VAB, permitió que el resultado económico bruto de explotación creciera a una tasa superior al 6 %. Por su parte, los gastos financieros mostraron una tasa de variación positiva del 17 %, en línea con el repunte que ya se había observado en el cuatro trimestre del año anterior. Este aumento, que viene a romper la cadena de reducciones que se había venido observando desde 1995, se debe, principalmente, al crecimiento del endeudamiento que ha superado el efecto retardado del descenso de los tipos de interés, que todavía sigue siendo negativo. Esta mayor apelación al crédito no se manifiesta en la *ratio* que mide el endeuda-

miento (R.4), que siguió reduciéndose al haber aumentado fuertemente los recursos propios (autofinanciación y ampliaciones de capital), que figuran en el denominador de la misma. En cualquier caso, todo indica que el crecimiento de los gastos financieros continuará en los próximos trimestres, dadas la evolución reciente de los tipos de interés y la tendencia al aumento del endeudamiento, vinculada al dinamismo inversor generado por las buenas expectativas empresariales.

La positiva evolución ya reseñada del resultado económico bruto de explotación se trasladó, a pesar del aumento de los gastos financieros, a los recursos generados por las empresas, que siguieron aumentando en los tres primeros meses de 2000, aunque a una tasa de variación más atenuada que en el período precedente. A su vez, el resultado neto total, que ya partía de un nivel excepcionalmente elevado al final de 1999, se ha beneficiado del crecimiento de los recursos generados y del registro en ese mismo período de las plusvalías derivadas de la privatización parcial de una gran empresa pública. Así, las empresas no finan-

cieras han alcanzado un nuevo máximo en la proporción de sus resultados netos en relación con el VAB, que ha alcanzado el 29 % (aun eliminando las plusvalías referidas, se seguiría obteniendo un nivel de resultados nunca antes conocido, del 23 % del VAB). Todo ello explica la mejora de las *ratios* de rentabilidad ordinaria, tanto la del activo neto (R.1) como la de los recursos propios (R.3). Como esta evolución vino acompañada de una reducción del coste de la financiación (R.2), durante el primer trimestre de 2000 el apalancamiento financiero (diferencia entre la rentabilidad ordinaria del activo y el coste de la financiación) se ha mantenido en el mismo nivel que a final de 1999, confirmando las buenas expectativas de crecimiento, inversión y generación de empleo. En este marco, el riesgo más significativo es el que se deriva de la presión que los precios, especialmente de los productos derivados del petróleo, puedan ejercer sobre las estructuras de costes de las empresas y, en definitiva, sobre su competitividad.

2. ACTIVIDAD

Como se ha mencionado en la introducción, la información obtenida a partir de la CBT muestra que el primer trimestre de 2000 fue un período de crecimiento generalizado de la actividad en prácticamente todos los sectores. Así, el VAB creció en este trimestre un 5,7 %, frente al 2,8 % que lo había hecho en idéntico trimestre del año anterior (2) (véanse cuadro 1 y gráfico 1). La amplitud del fenómeno también puede constatarse en que el crecimiento del VAB se generalizó a las distintas agrupaciones por tamaño y naturaleza de las empresas (véase cuadro 2.a), y especialmente en el agregado constituido por empresas medianas del sector privado. A su vez, el gráfico 2, que presenta la distribución de las empresas según su tasa de variación del VAB sin tener en cuenta el tamaño de las mismas, informa de que se está intensificando la producción en el núcleo de empresas más activas. Así, si bien permaneció estable el porcentaje de empresas con aumentos del VAB en el primer trimestre de 2000 (en el 63 % de las empresas aumenta la actividad), respecto del primero de 1999, este hecho ha venido acompañado de una importante traslación de empresas hacia el tramo con crecimientos del

(2) El fuerte crecimiento de las compras y las ventas en el primer trimestre de 2000 también es consecuencia de los procesos de separación de actividades (producción, transporte, distribución y comercialización) que están realizando las empresas eléctricas, lo que no afecta de forma directa a la evolución del valor añadido, pero sí a los flujos corrientes, de producción y consumos intermedios.

CUADRO 2.b

Empleo y gastos de personal Detalle según evolución del empleo

	Total empresas CBT I 2000	Empresas que incrementan (o no varían) el número de trabajadores	Empresas que disminuyen el número de trabajadores
Número de empresas	723	454	269
Gastos de personal			
Situación inicial I 1999 (millones de euros)	4.059,3	1.968,2	2.091,1
Tasa I 00 / I 99	5,2	12,7	-1,9
Remuneraciones medias			
Situación inicial I 1999 (euros)	8.924,4	8.073,2	9.908,3
Tasa I 00 / I 99	3,7	3,6	5,4
Número de trabajadores			
Situación inicial I 1999 (miles)	455	244	211
Tasa I 00 / I 99	1,4	8,7	-7,0
Fijos			
Situación inicial I 1999 (miles)	392	193	199
Tasa I 00 / I 99	-0,2	5,9	-6,1
No fijos			
Situación inicial I 1999 (miles)	63	51	12
Tasa I 00 / I 99	11,4	19,3	-21,7

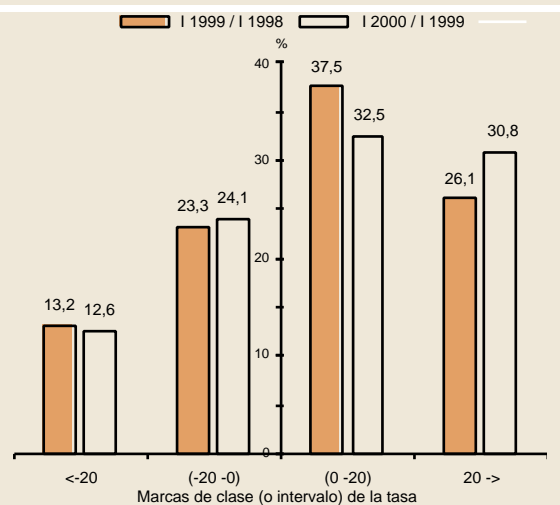
Fuente: Banco de España.

VAB superiores al 20 %. En este segmento se situó el 30,8 % de las empresas colaboradoras en el primer trimestre de 2000, cuando en idéntico período del año anterior ese porcentaje de empresas alcanzaba al 26,1 % del total de la muestra.

La evolución registrada en las ventas destinadas al exterior, en especial a los países de la UE, así como las dirigidas al mercado nacional (véase cuadro 3), estaría evidenciando el efecto sobre los negocios del aumento de la demanda interior y exterior en los tres primeros meses del año 2000. Si en el conjunto de 1999 los crecimientos de la actividad respondieron casi en exclusiva a la evolución positiva de la demanda interior, la desaparición de los efectos de la crisis financiera internacional, la estabilización de los mercados exteriores, la recuperación de las economías internacionales y la evolución a la baja de la cotización del euro han ido ejerciendo una influencia cada vez más intensa en el despegue de las exportaciones. Por eso la industria manufacturera (más abierta a los mercados exteriores) ha presentado los mayores incrementos en su valor añadido (18,8 %). No obstante, hay que destacar el efecto precio incorporado en ese agregado, por la variación nominal del VAB del sector de Refino de petróleo, que aporta en el primer trimestre de 2000 el 30 % del crecimiento de las empresas manufactureras. Las empresas refinadoras, que vieron reducido

GRÁFICO 2

Distribución de las empresas según tasa de variación del VAB al coste de los factores (I 99/I 98 y I 00/I 99)



Fuente: Banco de España.

dramáticamente su margen de explotación en 1999 (dividieron por la mitad su margen a lo largo de dicho año), lo han conseguido mantener estable en el primer trimestre de 2000, aumentando con ello su VAB, dados los aumentos de los precios del crudo. Este efecto precio es el que, al mismo tiempo, explica las altísimas tasas registradas en la producción y los consumos intermedios (24 % y 37 %, respectivamente) del agregado de empresas, según se recoge en el cuadro 1. Como quiera que todo el efecto no ha sido trasladado a los consumidores finales por las empresas distribuidoras, estas han visto reducido su VAB en el primer trimestre del año, lo que explica también la aparente ralentización del conjunto del sector comercio. El gráfico 3 muestra la dispar evolución que se ha producido en el primer trimestre de 2000, entre la evolución del VAB de estos dos sectores (refino y comercialización de carburantes) y la variación detectada en los precios de *inputs* y *outputs* que explican esas evoluciones.

Desde esa perspectiva debe valorarse el comportamiento del sector Comercio en su conjunto durante el primer trimestre de 2000, en el que su actividad siguió creciendo un trimestre más, favorecida por la continuidad del vigor mostrado por el consumo privado. Como se ha reseñado, su actividad nominal creció a un ritmo más moderado que el año anterior, registrando tasas de variación de su VAB del 4,9 % en 2000 (frente al 9,9 % del primer trimestre del año anterior). Por su parte, el sector de Producción y distribución de energía eléctrica,

ca, gas y agua, favorecido por la expansión de la actividad económica, también mostró avances en su VAB en el primer trimestre de 2000, aunque con una tasa nominal del 2,7 %, que es menor que la variación detectada en las empresas no financieras. Este fenómeno se ha debido, por una parte, al fuerte crecimiento de la demanda eléctrica (8,1 % según fuentes del sector), que no se transmitió en igual cuantía al VAB, dada la reducción media de tarifas (de un 1 %) acordadas a principios de año y, por otra, a la evolución a tasas negativas de las empresas del sector del gas, que se vieron afectadas por el alza de los precios de sus consumos intermedios, que no se han repercutido íntegramente en el precio de venta. Finalmente, el sector de Transporte y comunicaciones, durante el primer trimestre de 2000, presentó una caída nominal de su VAB, con una tasa del -2,3 %. El aumento de la competencia, con la introducción de nuevos oferentes en el mercado, está induciendo reducciones de precios, que vienen acompañadas, en algunos casos, de aumentos en los costes de promoción. Como se ve, la evolución nominal del VAB, en este caso, no refleja la expansión y dinamismo que existe en el sector, especialmente dentro del campo de las telecomunicaciones.

3. EMPLEO Y GASTOS DE PERSONAL

Los gastos de personal de las empresas colaboradoras con la CBT crecieron un 5,2 % en el primer trimestre de 2000, frente al 2 % registrado el año anterior. Este fuerte aumento de los gastos de personal viene explicado por la intensificación en la creación de empleo en el agregado de la muestra y por la subida experimentada en los gastos de personal por trabajador, que crecieron un 3,7 %, sensiblemente por encima de lo que lo habían hecho en el mismo trimestre de 1999 (2,6 %). El dato de creación neta de empleo, que supone un máximo en la serie histórica trimestral, alcanzando el 1,4 %, es aún más importante si se tienen en cuenta, de una parte, las características peculiares de la muestra analizada (en la que algunas empresas de tamaño muy grande, pertenecientes a sectores en reestructuración, como el Eléctrico y el de Transportes y comunicaciones, siguen afectados por operaciones singulares de reestructuración) y, de otra, que la creación de empleo se da de forma generalizada en la mayoría de las empresas, como se comenta más adelante. El cuadro 2.a muestra que, si se excluyera el sector de «Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua» (en el que la tasa de empleo fue del -4,9 %), el dato del empleo para el resto de la muestra subiría hasta el 2 %. El sector manufactu-

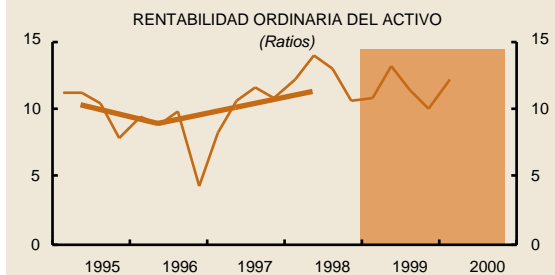
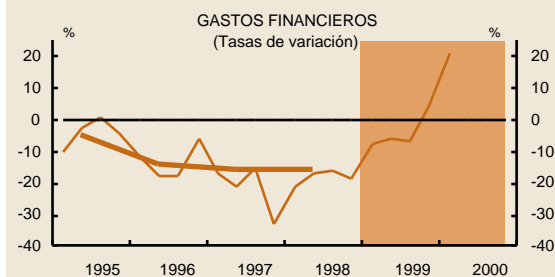
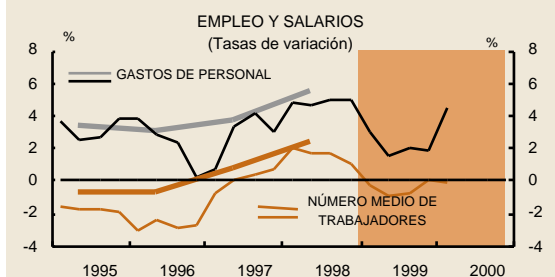
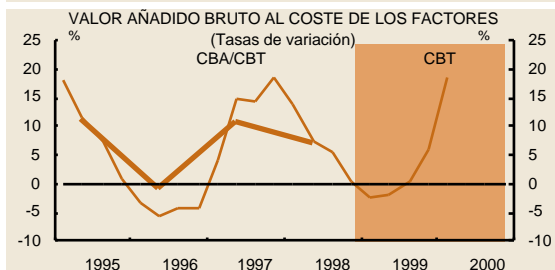
Análisis del sector manufacturero

El agregado de la industria manufacturera recibe tradicionalmente un análisis más detallado, dada su alta significación y el peso y representatividad que tiene dentro de la muestra de CBT. En el primer trimestre de 2000, el sector manufacturero mostró una fuerte expansión de su actividad, con una tasa de variación del VAB que alcanzó el 18,8 %, registrándose además crecimientos en todos los subsectores que componen el agregado manufacturero. Este importante aumento responde a las expansiones registradas en la demanda, tanto la exterior, a la que las empresas respondieron con un importante relanzamiento de sus exportaciones, como la interna, en la que la inversión en bienes de equipo se mantuvo firme, y las empresas productoras de estos bienes experimentaron elevadas tasas de actividad. Finalmente, hay un tercer efecto importante que viene determinado por la evolución de los precios del crudo, y de los aplicados por las empresas refinadoras.

La fuerte subida que estos precios experimentaron a lo largo de 1999 redujo sensiblemente los márgenes comerciales de las empresas refinadoras, hasta la mitad de su valor al inicio del año. Solo en el primer trimestre de 2000, las subidas adicionales del precio del crudo en los mercados internacionales no dañaron nuevamente los márgenes de estas empresas.

El mantenimiento del margen de explotación en el año 2000, en un contexto de fuerte subida de los *input*, trajo consigo un paralelo crecimiento en el valor añadido nominal de estas empresas, y ha trasladado sus efectos al agregado de las empresas manufactureras (un tercio de la subida detectada en su VAB se deriva de este hecho). En cualquier caso, la recuperación de la actividad, que, como ya se ha dicho, afectó a todos los subsectores manufactureros, aún no se ha traducido con la misma claridad en crecimientos netos de empleo. En el trimestre analizado, la tasa de variación del empleo fue prácticamente nula, y vino afectada por procesos de reestructuración que afectan a algunas empresas, si bien la tasa fue ligeramente mejor a la del primer trimestre de 1999 y a la del total del año anterior. Solo el subsector de la industria electrónica está aumentando sus plantillas con intensidad. En los próximos trimestres, la actual expansión en la actividad productiva deberá traer consigo nítidos aumentos en el empleo. En cuanto a las remuneraciones medias, y en consonancia con lo comentado para el total de la muestra, crecieron un 4,6 %, tasa sensiblemente elevada, tanto en comparación con períodos anteriores como con respecto a la tasa de inflación. Sería conveniente que esta tendencia no se consolide en el medio plazo, especialmente en la medida en que se consigan vencer las actuales tensiones inflacionistas. La evolución conjunta del empleo y las remuneraciones por empleado propiciaron que los gastos de personal aumentaran un 4,5 % en el primer trimestre de 2000. El crecimiento más contenido de esta variable que el registrado en la actividad productiva lleva a que en el primer trimestre de 2000 se expandiera con gran intensidad el excedente de explotación (el resultado económico bruto creció el 39 %). Por su parte, el crecimiento que se produjo en los gastos financieros vino explicado por la apelación a nueva financiación ajena, ante la existencia de interesantes proyectos de inversión y de expansión comercial, y al haber en el mercado de capitales unos tipos de interés asequibles, y no por la evolución del coste de la financiación, que se situó en el primer trimestre de 2000 en el mismo nivel que el registrado en períodos precedentes (4,5 %). A pesar del crecimiento en los gastos financieros, la intensidad con la que creció el resultado económico bruto permitió a las empresas de este sector expandir sus recursos generados (crecieron el 41,5 %) y presentar unas rentabilidades ordinarias muy altas y crecientes con respecto a las del mismo trimestre de 1999. La conjunción de ambos efectos (altas rentabilidades y bajos costes de la financiación) llevó, una vez más, a la obtención de un apalancamiento fuertemente positivo, claro exponente del buen momento por el que atraviesa el tejido industrial, que, al igual que en otras áreas de la economía española, se encuentra inmerso en una corriente de expectativas favorables.

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



		NÚMERO DE EMPRESAS			
CBA		3.258	3.225	3.346	2.787
CBT		3.258	3.225	3.346	2.787
		% DEL PIB DEL SECTOR EMPRESAS MANUFACTURERAS			
CBA		39,3	38,2	38,5	31,7
CBT		39,3	38,2	38,5	31,7

— 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 junio de 2000 (CBA y CBT). Los datos de la CBT son tasas de crecimiento sobre el mismo trimestre del año anterior.

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	
	1998	I a IV 99 (a)	I 00 / I 99	
Total empresas	6.806	854	723	
Empresas que informan sobre procedencia/destino	6.806	802	689	
	%	%	%	
Compras netas	100,0	100,0	100,0	
PROCEDENCIA DE LAS COMPRAS:				
España	65,4	74,0	75,6	
Total exterior	34,6	26,0	24,4	
Países de la UE	24,2	16,9	13,7	
Terceros países	10,5	9,0	10,7	
Importe neto de la cifra de negocios	100,0	100,0	100,0	
DESTINO DE LAS VENTAS:				
España	79,9	88,6	87,3	
Total exterior	20,1	11,4	12,7	
Países de la UE	15,0	7,5	7,6	
Terceros países	5,1	3,9	5,1	

Fuente: Banco de España.

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

tero prácticamente niveló en el primer trimestre de 2000 la evolución de sus plantillas (su tasa de variación del empleo fue prácticamente nula), presentando, además, unas buenas perspectivas para los próximos trimestres, considerando la fortaleza con la que se ha recuperado su actividad.

Por su parte, la corrección al alza de las remuneraciones medias se explica por la incorporación en las negociaciones colectivas del efecto de los incrementos registrados en la inflación. Solo los sectores del Comercio y de la Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua registraron incrementos de los costes salariales algo más moderados (2 % y 1,3 %, respectivamente), si bien en este último caso se trata de un fenómeno puramente contable. En el primer sector mencionado, las menores remuneraciones de las nuevas contrataciones permitieron mantener la tasa por debajo de la media. En el segundo, los costes asociados a los despidos se encuentran totalmente

provisionados y los pagos contra esa cuenta no figuran en las remuneraciones registradas en las cuentas de resultados (la información disponible en CBT no incorpora las aplicaciones de las provisiones por reestructuración de plantillas, información sí disponible en la CBA). En resumen, solo las remuneraciones por empleado evolucionaron por debajo de la media en el sector Comercio.

El cuadro 2.b confirma las principales conclusiones ya comentadas, presentando la distinción entre las empresas que crean empleo y las que lo reducen. El agregado de empresas que crearon empleo (lo que ocurrió en 454 empresas, es decir, el 63 % de la muestra) lo hizo a una tasa del 8,7 %, afectando tanto al empleo fijo como al no fijo, siendo además una evolución compatible con un aumento en sus remuneraciones medias del 3,6 %. Por otro lado, las empresas que despidieron a parte de su personal en el primer trimestre de 2000 disminuyeron sus plantillas en un 7 %

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			
	1997	1998	I a IV 98 (a)	I a IV 99 (a)	I 99	I 00
Número de empresas	8.046	6.806	833	854	912	723
Gastos de personal	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Caen	24,0	21,1	27,8	30,2	28,2	22,4
Se mantienen o suben	76,0	78,9	72,2	69,8	71,8	77,6
Número medio de trabajadores	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Caen	28,3	25,4	40,1	38,9	41,2	37,2
Se mantienen o suben	71,7	74,6	59,9	61,1	58,8	62,8
Gastos de personal por trabajador (respecto a inflación) (b)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Crecimiento menor	44,0	40,3	43,0	48,7	46,0	41,8
Crecimiento mayor o igual	56,0	59,7	57,0	51,3	54,0	58,2

Fuente: Banco de España.

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

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

(casi el -6 % en el caso del empleo fijo, y del -21,7 % en el no fijo), y presentaron un aumento del coste por empleado del 5,4 %. No obstante, la cuantía de los citados despidos muestra que los costes asociados a los mismos (indemnizaciones) no han pasado en su totalidad por el concepto de gastos de personal de la cuenta de resultados, al haber sido provisionados con anterioridad, por lo que la tasa referida (5,4 %) será ampliada en el agregado de empresas con reducciones de empleo, cuando se disponga de la información anual, en noviembre de 2001.

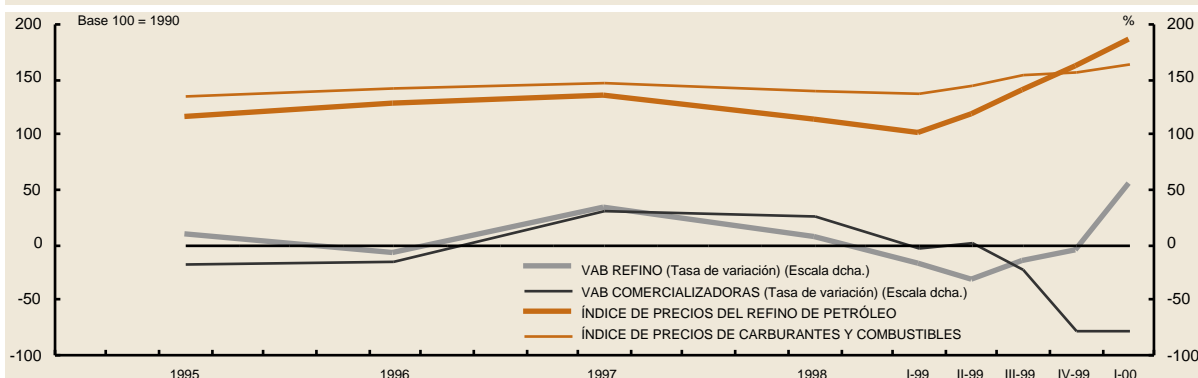
Finalmente, a partir de la información suministrada por el cuadro 4 se puede observar cómo, a pesar del repunte que han experimentado los precios en estos meses, casi un 58 % de las empresas tuvo incrementos de sus remuneraciones medias iguales o superiores a la inflación, cuatro puntos por encima del porcentaje registrado en igual trimestre de 1999 (esto es, en aquel trimestre un 54 % aumentó sus remuneraciones medias por encima de la inflación de aquel período). Evidentemente esta disparidad en la evolución de salarios y precios puede llegar a afectar a la competitividad de nuestras empresas y, a la larga, dificultar el proceso de creación de empleo del que queda constancia en los párrafos precedentes.

4. RESULTADOS, MÁRGENES Y RENTABILIDADES

Como consecuencia de que en el primer trimestre de 2000 la actividad productiva se aceleró con mayor dinamismo que el aumento detectado en los gastos de personal, el resultado económico bruto (REB) de la explotación creció a un ritmo más rápido que en el período anterior. Como muestran los cuadros 1 y 5, el REB creció un 6,2 % en el primer trimestre de 2000, muy por encima del 3,5 % que había aumentado en el mismo trimestre del año anterior, y del 2,9 % en que lo hiciera a lo largo de todo 1999. Por sectores, resalta el fuerte incremento registrado en la industria manufacturera (su resultado económico bruto aumentó un 39 %, tasa que refleja el gran ritmo marcado por todos los subsectores), confirmando su recuperación y convirtiéndose en el sector más dinámico de la economía. En el recuadro destinado a este sector se analiza con mayor profundidad esta evolución. Por su parte, el sector Comercio vio mermado de modo notable el crecimiento de su REB, que registró una tasa prácticamente nula, fundamentalmente por el efecto que la subida de los precios del petróleo (y en paralelo el del refino del petróleo) ha tenido sobre los costes de las empresas comercializadoras de carburantes. El margen de explotación de estas empresas, en el último trimestre de 1999 y primero de 2000, se redujo hasta valores tan bajos que

GRÁFICO 3

Evolución del precio del crudo y su efecto sobre el valor añadido



Fuentes: Banco de España e INE.

difícilmente podrán seguir esta senda en los próximos trimestres. En lo que respecta al resto de agregados, el de Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua presentó un menor crecimiento que el del año anterior, situándose en el 4,4 % en el año 2000, en coherencia con la evolución descrita del VAB en estas empresas. Por último, las empresas de Transportes y Comunicaciones redujeron su REB, afectado por la mayor competencia y la reducción de precios que se registran en el sector, en el proceso de apertura al mercado que el mismo está viviendo.

En cuanto a los gastos financieros, cabe destacar un cambio de tendencia en su evolución, al presentar, por primera vez desde 1995, tasas de variación positivas. Para analizar los motivos de este cambio se hace necesario conocer en qué medida este aumento se debe a las variaciones de los tipos de interés y qué parte es imputable a la evolución del endeudamiento. Esta información la ofrece el siguiente cuadro:

	100/199
Variación de los gastos financieros	17,0 %
A. Intereses por financiación recibida (1+2)	17,3 %
1. Variación debida al coste (tipo de interés)	-5,0 %
2. Variación debida al endeudamiento con coste financiero	+22,3%
B. Comisiones y descuentos por pronto pago	-0,3 %

En el cuadro se confirma que ha continuado el efecto de arrastre de las reducciones de

los tipos de interés del período más reciente a los costes empresariales, y que todavía no se han dejado notar en ellos las recientes subidas de tipos, lo que paulatinamente ocurrirá, según vayan venciendo los préstamos con intereses pactados con anterioridad. Al mismo tiempo, se confirma el incremento del endeudamiento, como muestra de un mayor dinamismo empresarial, que está tratando de aprovechar las buenas condiciones de financiación que ofrece el mercado y la favorable relación entre el coste de los recursos ajenos y la rentabilidad obtenida de los activos productivos para acometer nuevos proyectos expansivos, generalizándose así el recurso a la financiación ajena entre el sector empresarial. Esta mayor apelación al crédito no se hace patente en la *ratio* de endeudamiento (que relaciona la financiación ajena con el total de los pasivos remunerados), al haber aumentado fuertemente los recursos propios (que forman parte del denominador de la *ratio*), tanto por la autofinanciación que generan las empresas como por las ampliaciones de capital que realizan las empresas. La intensidad con la que aumentaron los gastos financieros hace que la evolución de los recursos generados sufra una cierta ralentización respecto del primer trimestre de 1999. Cuando en aquel trimestre los recursos generados aumentaron un 8,1 %, en el primero de 2000 alcanzó el 6 %. Por sectores de actividad, destaca el intenso crecimiento que se ha dado en esta variable en las empresas manufactureras (y, dentro de ellas, en todos sus subsectores), en las que crecieron los recursos generados un 41,5 %, siendo los sectores de Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua, y el de Transporte, almacenamiento y comunicaciones, los que

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	
	1998	I a IV 99 (b)	1999	I 00	1998	I a IV 99 (b)	1999	I 00	1998	I a IV 99 (b)	1999	I 00	1998	I a IV 99 (b)	1999	I 00
Total	8,5	2,9	3,5	6,2	10,3	7,8	8,1	6,0	8,3	8,7	8,5	8,3	2,6	3,8	3,4	3,4
Total, excepto sector eléctrico	10,8	1,5	2,2	7,0	11,6	8,4	11,8	11,9	8,6	8,8	8,1	8,3	2,7	3,9	5,3	3,7
TAMAÑOS:																
Pequeñas	10,4	—	—	—	14,6	—	—	—	10,4	—	—	—	3,3	—	—	—
Medianas	11,7	7,2	14,6	10,2	12,6	16,3	16,0	12,1	10,9	10,4	11,7	15,7	4,8	5,9	7,1	10,9
Grandes	8,1	2,7	3,0	5,9	9,9	7,5	7,8	5,6	8,0	8,6	8,3	8,0	2,4	3,7	3,2	3,1
NATURALEZA:																
Públicas	18,2	-3,5	-6,1	-5,8	10,0	9,8	-8,9	0,1	0,8	3,3	1,8	2,2	-4,7	-1,8	-3,6	-2,9
Privadas	8,0	3,8	4,4	6,8	10,3	7,8	9,8	6,4	10,3	10,0	10,3	9,4	4,5	5,1	5,3	4,5
DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA:																
Industrias manufactureras	8,3	-1,0	-8,6	39,0	9,9	2,7	-5,0	41,5	11,2	11,4	10,8	12,2	5,4	6,6	6,1	7,7
Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	0,8	6,8	6,4	4,4	5,3	7,6	0,0	-8,4	7,5	8,3	9,4	8,2	2,2	3,5	4,4	3,0
Comercio	20,4	6,8	10,6	0,4	19,2	10,6	11,4	7,1	11,7	11,1	13,1	10,8	6,2	6,3	7,7	6,4
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	7,8	0,6	5,2	-6,2	10,6	5,5	9,7	0,6	7,1	6,7	5,1	6,2	0,8	1,7	-0,4	1,5

Fuente: Banco de España.

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

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

han tenido una aportación reducida, o incluso negativa (en el caso de la energía) en el período considerado.

Todo ello ha llevado a que se hayan conseguido unos excepcionales resultados que, en términos porcentuales respecto del VAB, superaron los registrados en 1999, situándose en el 29,1 % del VAB. Este máximo en la serie histórica sigue siéndolo incluso si se descuenta la operación de privatización parcial de Iberia, que ha generado importantes plusvalías en el primer trimestre de 2000 en su empresa matriz. Precisamente, para evitar el sesgo que introduce en el análisis de las rentabilidades este tipo de operaciones generadoras de plusvalías excepcionales, en cuanto a su importe y periodicidad, el análisis de las rentabilidades

se basa, desde el tercer trimestre de 1999, en el estudio de los ingresos típicos u ordinarios de las empresas por cociente respecto de los balances que se han aproximado a sus valores corrientes. Como muestra del excelente momento en el que se encuentran los negocios empresariales, la rentabilidad ordinaria del activo (R.1) se mantuvo en un nivel alto y similar al del año anterior, tanto en el total de la muestra (8,3 %) como por sectores de actividad, destacando de nuevo el excelente dato del sector manufacturero, que alcanzó el 12 % en esta *ratio*, más de un punto por encima de la del mismo trimestre del año anterior. Por tamaños, hay que resaltar que las rentabilidades fueron sensiblemente más elevadas en el agregado de empresas medianas (15,7 %, frente al 11,7 % del primer trimestre de 1999).

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)	
	I 99	I 00	I 99	I 00
Total empresas	100,0	100,0	100,0	100,0
R 0 %	20,0	19,0	24,0	23,0
0 % < R 5 %	18,4	16,6	14,3	13,7
5 % < R 10 %	15,5	13,4	11,4	9,4
10 % < R 15 %	13,5	11,6	11,8	8,6
15 % < R	32,6	39,4	38,5	45,3
Número de empresas	912	723	912	723
PRO MEMORIA:				
Rentabilidad media	8,5	8,3	10,1	9,9

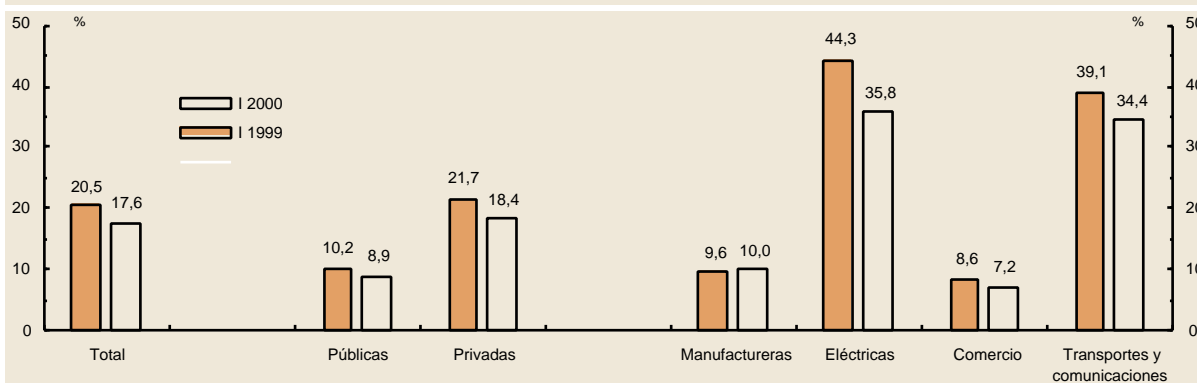
Fuente: Banco de España.

Las altas rentabilidades, unidas a la permanencia en niveles bajos del coste de la financiación (en el primer trimestre esta *ratio* se situó en el 4,9 %), permitieron la obtención, un trimestre más, de un apalancamiento marcadamente positivo, tanto para el agregado del total de empresas (3,4) como para todos los sectores publicados. Solo el sector de Transportes y comunicaciones, que, en un entorno de fuerte competencia, ha visto reducirse sus excedentes, obtuvo un valor reducido en esta *ratio*, aunque positivo (el apalancamiento de este sector fue un 1,5). Por último, el cuadro 6 permite analizar la distribución de empresas

en función de la rentabilidad obtenida, independientemente de su tamaño o naturaleza. A partir de este cuadro se puede ver cómo no solo disminuyó (aunque ligeramente) el porcentaje de empresas con rentabilidades negativas, sino que, especialmente, se observa un desplazamiento hacia el segmento que recoge el número de empresas que obtuvieron rentabilidades más elevadas. Así, mientras que en el primer trimestre de 1999 un 32,6 % de las empresas registró una rentabilidad del activo neto superior al 15 %, en el mismo trimestre del año en curso este porcentaje se elevó hasta el 39,4 %, es decir, siete puntos más. En lo

GRÁFICO 4

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.

referente a la rentabilidad ordinaria de los recursos propios, que es la que obtiene el accionista de la empresa, dicho porcentaje se eleva al 45 %, o lo que es lo mismo, casi la mitad de las empresas tienen una rentabilidad ordinaria de los recursos propios superior al 15 %. En resumen, las empresas mostraron en este inicio del año unos crecimientos sólidos y bien fundamentados, en un entorno de crecimiento de la demanda interior y exterior. Los efectos negativos que la traslación de las presiones

inflacionistas pueden tener sobre los costes empresariales y la competitividad empresarial podrían poner en peligro las expectativas que se deducen de la información disponible en la CBT. Evidentemente, solo el mantenimiento y mejora de su competitividad permitiría a las empresas españolas continuar en el ciclo virtuoso de actividad, inversión, generación de rentas y creación de empleo.

22.6.2000.

Precios del petróleo e inflación en el área del euro

Este artículo ha sido elaborado por Carlos Chuliá, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

En los primeros meses de 1999, la transmisión del incipiente encarecimiento de los precios del petróleo en los mercados internacionales a los precios finales de consumo determinó un cambio de tendencia en el proceso de disminución de la tasa de inflación de la Unión Económica y Monetaria (UEM) que se había venido observando desde comienzos de la década. Esta evolución reciente del mercado petrolífero vino ocasionada por los acuerdos de regulación de la producción adoptados por los principales exportadores mundiales, dirigidos a controlar el precio del crudo, cuya caída en 1998 hasta niveles desconocidos desde hacía décadas generó fuertes desequilibrios en sus economías. El cumplimiento de los tres acuerdos de racionamiento instrumentados por los productores de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) a partir de abril de 1998 (1) desencadenó una fuerte elevación de los precios, que casi se triplicaron entre diciembre de 1998 y los primeros días de marzo del 2000. A finales de este mes, tras la relajación parcial de las restricciones de oferta, el precio del crudo descendió de un modo acusado durante algunas semanas, para repuntar de nuevo en mayo, hasta situarse, a mediados de junio, ligeramente por debajo del nivel máximo alcanzado durante la primera decena de marzo.

Aunque con la aplicación de políticas de diversificación y ahorro energético los países industrializados han disminuido su dependencia relativa del petróleo a lo largo de los últimos treinta años, sus economías aún se ven sensiblemente afectadas por las fluctuaciones en el coste del crudo importado. En el conjunto de los países de la UEM, el encarecimiento del petróleo se ha transmitido a la tasa de inflación a través de su impacto directo sobre una parte de los componentes incluidos en el subíndice energético del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), sin que, por el momento, se haya observado una transmisión semejante sobre el núcleo inflacionista. Sin embargo, los efectos inflacionistas de la subida del petróleo importado van más allá de su incidencia directa sobre los precios de consumo, al ponerse en marcha un proceso de encarecimiento más amplio de los *inputs* en los diversos estadios del proceso de producción y distribución, que tienden a transmitirse con retraso a los distintos componentes del índice.

(1) Los países miembros de la OPEP son: Argelia, Gabón, Indonesia, Irán, Irak, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela.

**Existencias de crudo y acuerdos recientes de la OPEP
(excluido Irak)**

	Países OCDE		Recortes de producción de la OPEP		
	Existencias de crudo a fin de período		Fecha del acuerdo (a)	Millones de barriles/día	
	Millones de barriles	Días de consumo		Recorte	Acumulado
1998					
I TR	3.840	85	Marzo 1998	1,25	1,25
II TR	3.997	86	Junio 1998	1,35	2,60
III TR	4.031	84			2,60
IV TR	3.976	82			2,60
1999					
I TR	3.915	86	Marzo 1999	1,72	4,32
II TR	3.953	84			4,32
III TR	3.918	80			4,32
IV TR	3.695	77			4,32
2000					
I TR	3.658	78	Marzo 2000	-1,72	2,60

Fuente: Agencia Internacional de la Energía.

(a) Los acuerdos entraron en vigor a comienzos del mes siguiente.

El objetivo de este artículo es doble. Por una parte, se estudia el mecanismo de transmisión del encarecimiento del petróleo a los precios de consumo del área del euro y, por otra, se evalúan las perspectivas sobre la evolución de los precios del petróleo en el próximo futuro. Para ello, en la sección 2 se repasan los acontecimientos recientes del mercado del petróleo. Posteriormente, en la sección 3 se analizan los diversos canales a través de los que se transmite la subida del precio del crudo a los precios finales de consumo. En la sección 4 se valora la evolución del mercado del petróleo con posterioridad a la reunión celebrada por la OPEP a finales de marzo pasado en la que se suavizaron las restricciones de oferta, y se discute su evolución previsible en el futuro próximo, prestando atención a la información que suministran los contratos de futuros. Finalmente, en la sección 5 se recogen las conclusiones más importantes.

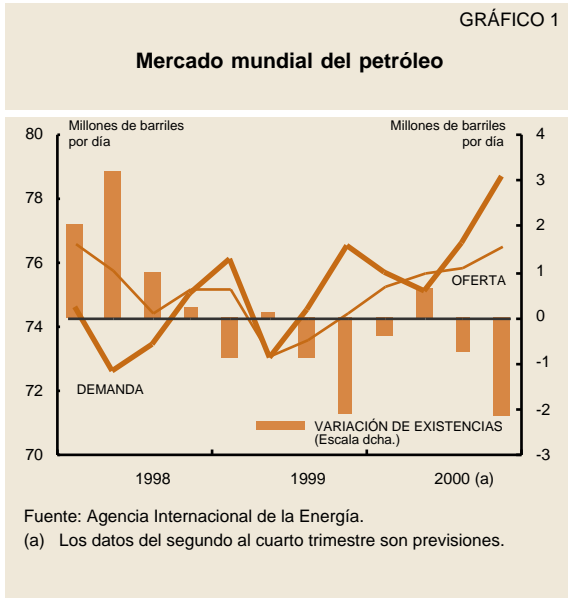
2. ACONTECIMIENTOS MÁS SOBRESALIENTES DEL MERCADO DEL PETRÓLEO DESDE FINALES DE 1998

Después de haber alcanzado una cotización de 24 \$/barril en octubre de 1996 —la más elevada desde el verano de 1983, si se exceptúa el fuerte repunte que tuvo lugar en la segunda mitad de 1990, como consecuencia de la «Guerra del Golfo»—, el precio del crudo no dejó de disminuir hasta finales de 1998, en gran medida como consecuencia del estancamiento de la

demanda mundial de petróleo que se produjo con posterioridad al desencadenamiento de la crisis asiática en el verano de 1997. Con el fin de corregir esa tendencia e intentar forzar una subida del precio, los países de la OPEP acordaron, en marzo y en junio de 1998, recortar la producción de crudo en una cuantía de 1,25 y 1,35 millones de barriles/día, respectivamente, lo que no evitó que el barril de Brent llegara a cotizarse a 9,06\$ el 10 de diciembre de 1998 en el mercado de Londres (2), su cotización más baja desde el primer choque petrolífero de 1973. La insuficiencia de ambos acuerdos para producir la deseada estabilización del precio del crudo en unos niveles más elevados condujo a un nuevo recorte de la producción por parte de la OPEP, esta vez por 1,72 millones de barriles/día (véase cuadro 1), que entró en vigor en abril de 1999 y al que se adhirieron otros productores no pertenecientes a esta organización, como Méjico, Rusia, Noruega y Omán.

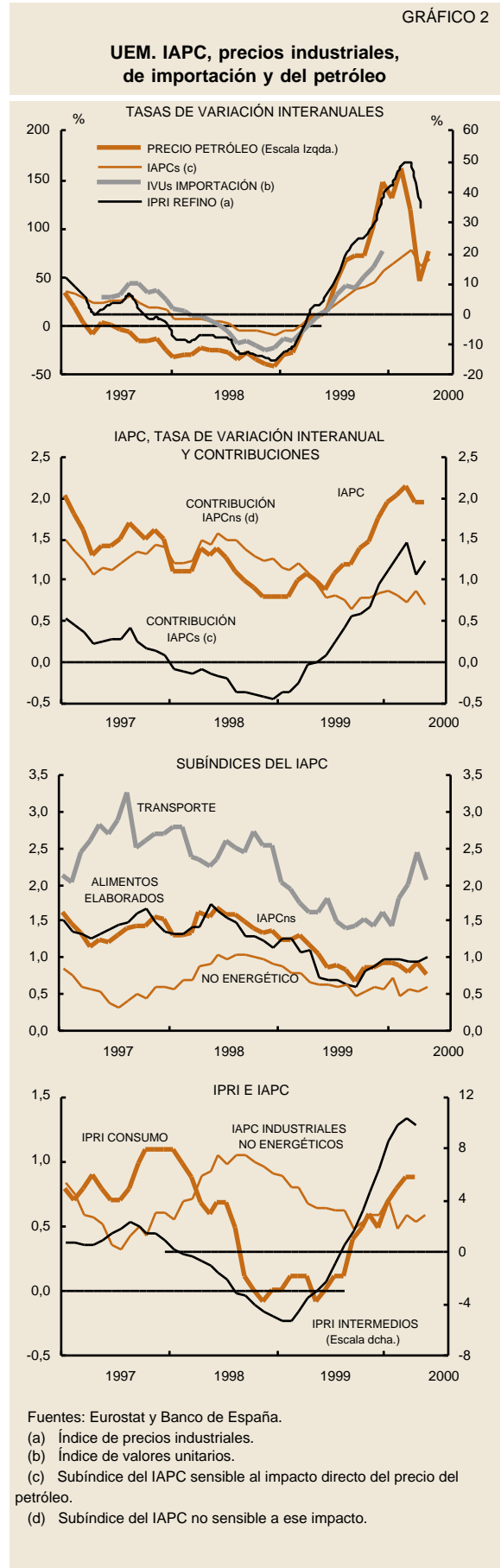
Como consecuencia del alto grado de cumplimiento de las cuotas nacionales de producción asignadas en los acuerdos de racionamiento mencionados, el mercado del petróleo se colocó en una situación de insuficiencia relativa de la oferta (véase gráfico 1) y, por tanto, el precio del crudo inició una senda alcista de una intensidad desconocida en los últimos años

(2) El «International Petroleum Exchange (IPE)» de Londres es el mercado de referencia europeo para el petróleo tipo «Brent». Para Estados Unidos, en el «New York Mercantile Exchange (NYMEX)» se negocia el petróleo tipo «West Texas Intermediate».



(véase gráfico 2). A finales de marzo del 2000, los países de la OPEP se reunieron en Viena para analizar la situación del mercado petrolífero, decidiendo elevar la producción en un 7 %, con la intención de estabilizar el precio de la «cesta-OPEP» dentro de una banda de 22-28 \$/barril, que, según estimaciones de la Agencia Internacional de la Energía (AIE), se corresponde aproximadamente con un rango de variación de 23-29 \$/barril para el petróleo tipo Brent. Sin embargo, a diferencia de los acuerdos anteriores, tras la reunión de Viena se pusieron de manifiesto fuertes disensiones dentro de la organización con respecto a la política de producción a seguir, acordándose convocar dos nuevas reuniones para los meses de junio y septiembre del 2000, en las que se revisaría la situación del mercado del petróleo. Adicionalmente, los países productores no pertenecientes a la OPEP, que se habían sumado a su política de control de la oferta en las ocasiones anteriores, decidieron no alinearse con la decisión de la Organización. En esta situación, la incertidumbre ha seguido caracterizando al mercado del petróleo con posterioridad a la reunión de Viena, lo que ha dado lugar a una gran variabilidad de los precios, que, tras haber caído hasta los 20,6 \$/barril el día 11 de abril, volvieron a superar los 30\$/barril a mediados de junio (3).

(3) En la reunión de Viena de finales de marzo se llegó a un acuerdo informal para poner en práctica un mecanismo automático de intervención si los precios del petróleo —cesta OPEP— superaban durante más de veinte días los márgenes de una banda comprendida entre 22 y 28 \$/barril. No obstante, a pesar de que el precio del crudo ha superado este límite máximo durante más de veinte días consecutivos, entre finales de mayo y mediados de junio, no se ha activado dicho mecanismo, lo que ha provocado el tensio-namiento de los precios.



3. PRECIOS DEL CRUDO E INFLACIÓN EN LA U.E.M.

El encarecimiento del crudo en los mercados internacionales se transmite con desfases variables a los precios finales de consumo por tres tipos de canales, que pueden calificarse como directo, indirecto e inducido, cada uno de los cuales implica una estructura de retardos diferente. El impacto *directo* se produce por la inclusión en el subíndice energético del IAPC de los precios en euros de los productos derivados del petróleo, cuyo origen puede ser la importación directa o la producción interior, a partir del crudo importado. La variación de los precios energéticos de consumo de la UEM responde, con relativa celeridad, a la de los precios del petróleo expresados en dólares y del tipo de cambio bilateral de este con el euro. El impacto más inmediato se canaliza a través de los precios de importación de los productos derivados del petróleo, mientras que la transmisión a través de los derivados del petróleo producidos interiormente tiene lugar con algún desfase. La evidencia disponible sugiere que la mayor parte del impacto de la subida del precio del petróleo se transmite al nivel general del IAPC por esta vía, habiéndose observado una correlación contemporánea, en general, muy alta entre la reciente elevación del precio del crudo y el aumento de los precios energéticos de consumo de la UEM. No obstante, la velocidad de traslación y la intensidad del impacto directo varían significativamente entre países, dependiendo del grado de competencia entre las empresas suministradoras, de su política de acumulación de *stocks* y de la naturaleza de la imposición indirecta aplicada a estos productos. En ocasiones, incluso, se han adoptado modificaciones en la carga impositiva soportada por los carburantes, con objeto de compensar el encarecimiento de la materia prima importada.

Por otro lado, el impacto *indirecto*, que se materializa con un retardo mayor, discurre por la cadena de importación(producción)-transformación-distribución-consumo. El aumento de costes derivado del encarecimiento del crudo y de sus derivados se traslada a los precios de producción de los bienes y servicios que utilizan aquellos como *inputs* en sus procesos productivos, con una velocidad que depende de la intensidad con la que se utilicen los combustibles líquidos y la fase del proceso productivo en la que intervienen. Esta elevación de los costes tiende a trasladarse paulatinamente a los precios de distribución mayorista, como los reflejados en los índices de precios agrícolas e industriales, filtrándose solo gradualmente a los precios de consumo de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos, dependiendo de la estructura industrial del sector y de las con-

diciones de la demanda. Asimismo, estos efectos indirectos actúan con celeridad en algunos servicios, como los de transporte de viajeros, pues los productos derivados del petróleo son un *input* básico de su función de producción.

La elevación de los precios del crudo y sus derivados puede tener consecuencias *inducidas* sobre los precios de consumo si el incremento del IAPC provocado por los dos efectos anteriores se traslada a las negociaciones salariales. Así, los efectos señalados, tanto directos como indirectos, del encarecimiento del crudo implican elevaciones del índice de precios, pero, en general, no desencadenan, por sí mismos, crecimientos sostenidos de la tasa de inflación. No obstante, en la medida en que las demandas salariales incorporen las subidas observadas de los precios de consumo provocadas por la evolución de los precios de la energía y que la política monetaria acomode dichas demandas, pueden generarse procesos de inflación salarial autosostenidos que ocasionen elevaciones persistentes de la tasa de inflación.

Con el fin de aproximar el *impacto directo* de la subida del precio del crudo sobre la tasa de inflación, se ha construido un subíndice con los componentes del IAPC energético de la UEM que guardan una relación más estrecha con aquel: combustibles y lubricantes para transporte personal, gas consumido en los hogares, combustibles líquidos consumidos en los hogares y combustibles de calefacción.

De acuerdo con esa partición, el IAPC general de la UEM puede descomponerse en dos subíndices: el IAPC sensible al impacto directo del precio del petróleo (IAPC_s) y el IAPC no sensible a dicho impacto directo (IAPC_{ns}), de modo que, en tasas de variación (x), se cumple:

$$IAPC = \alpha IAPC_s + (1 - \alpha) IAPC_{ns}$$

siendo α el peso relativo del subcomponente IAPC_s en el índice general, cuyo valor para el año 2000 es del 7 %.

En el gráfico 2 se aprecia la gran sincronía, casi contemporánea, entre la evolución más reciente de las tasas de variación de los precios del petróleo, de los precios industriales del refino de petróleo, de los de importación (4) y del IAPC_s. Como ya se ha comentado, tras la abrupta caída de 1997-1998, los precios del petróleo iniciaron una subida rápida e intensa a principios de 1999. Entre diciembre de 1998 y mayo del 2000, los precios del petróleo en dóla-

(4) La utilización de este índice amplio se debe a que no se dispone del subíndice de precios de importación de petróleo y sus derivados.

res casi se triplicaron. En ese mismo período, el IAPC general de la UEM acumuló una subida total del 2,8 %, mientras que el IAPC_s se incrementó un 22,4 %. En términos de tasas de variación interanuales, la inflación de la UEM pasó del 0,8 % al 1,9 %, y la del IAPC_s, del -6,7 % al 18 %. Teniendo en cuenta la partición establecida anteriormente, cabe pensar que la contribución del IAPC_s al crecimiento del IAPC general de la UEM constituye una aproximación plausible del impacto directo de la subida del precio del petróleo sobre los precios de consumo en la UEM. De acuerdo con estos cálculos, alrededor de 1,5 puntos porcentuales del 2,8 % de crecimiento acumulado del IAPC de la UEM se explican por el impacto directo del encarecimiento del petróleo en el período. Por tanto, descontando ese efecto del índice general, la tasa de variación interanual resultante en mayo del 2000 se habría situado alrededor del 0,8 %, frente al 1,9 % efectivamente registrado (véase gráfico 2).

Hay que señalar que, aunque la traslación de la subida del precio del petróleo sobre el IAPC ha sido pronunciada, la experiencia histórica demuestra que el impacto directo del encarecimiento del crudo no se refleja, en su totalidad, en los precios de consumo de modo contemporáneo. Por ejemplo, en marzo de 1994 el precio del petróleo inició una subida continuada que se extendió hasta octubre de 1996. El componente energético del IAPC, por su parte, continuó creciendo hasta agosto de 1997, es decir, 10 meses después de que el precio del petróleo alcanzase su máximo. Por ello, no se puede descartar que el IAPC energético de la UEM experimente subidas adicionales en los próximos meses, incluso aunque el precio del petróleo logre finalmente estabilizarse. En la coyuntura actual, sin embargo, parece probable que la transmisión alcance una intensidad algo inferior a la registrada en episodios anteriores y que sus efectos desfasados se prolonguen en menor medida, debido a la mayor competencia existente en los mercados energéticos tras la aplicación de medidas liberalizadoras a lo largo de los últimos años y, también, a la ligera disminución del peso del subíndice de «combustibles y lubricantes para transporte personal» en el IAPC, entre 1997 y 1999.

En lo que respecta a la transmisión de los efectos indirectos, la evidencia disponible muestra que este proceso se encuentra en una fase todavía incipiente. Así, los precios de los servicios de transporte, muchos de los cuales utilizan combustibles derivados del petróleo, han comenzado a mostrar elevaciones más acusadas casi un año después de que el precio del petróleo iniciara su etapa alcista (véase gráfico 2). Aunque la aplicación gradual en los últimos dos años de medidas liberalizadoras y

desreguladoras del sector podría contribuir a explicar la moderación observada en el aumento de sus precios, es posible que en los próximos meses los oferentes de servicios de transporte eleven adicionalmente sus precios para, en un contexto de fortaleza de la demanda, lograr una recuperación de los márgenes.

Por su parte, los precios industriales de bienes de consumo y de bienes intermedios han registrado una notable aceleración, especialmente estos últimos, desde mediados de 1999. No obstante, los dos principales componentes del IAPC más directamente relacionados con ellos (alimentos elaborados y bienes industriales no energéticos) apenas han repuntado a lo largo del período (véase gráfico 2). Es, por lo tanto, probable que, en los próximos meses, tenga lugar una elevación de los precios de estos bienes que refleje, en mayor medida, su encarecimiento en los mercados mayoristas, tal y como sugiere la evolución histórica de ambas series (véase gráfico 2). La intensidad con que dicha transmisión se produzca dependerá del dinamismo del consumo privado, que, según las previsiones disponibles, aumentará significativamente en los próximos meses.

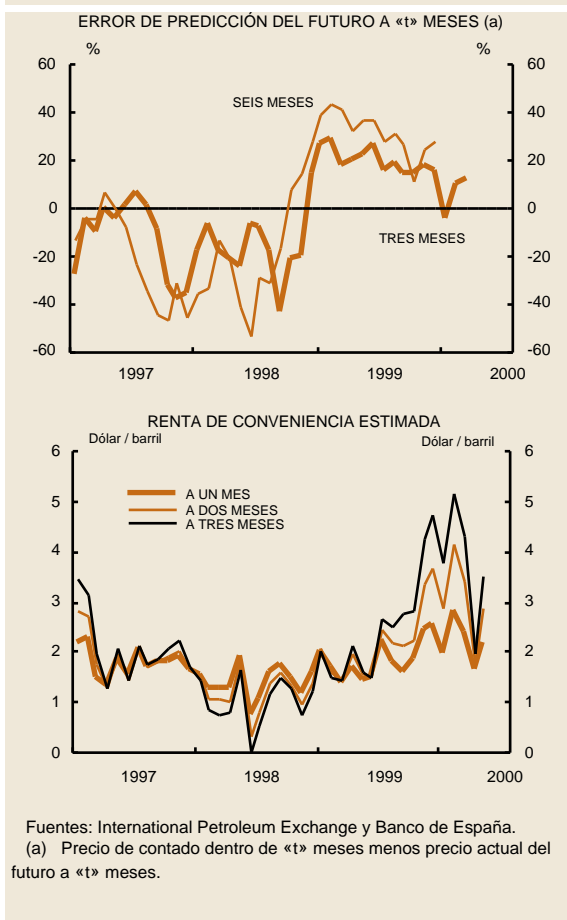
Por último, no existe evidencia por el momento de que el reciente aumento de la tasa de inflación de la UEM se haya trasladado de forma generalizada a las demandas salariales. Los procesos de negociación colectiva están desarrollándose, en general, de modo coherente con el objetivo de estabilidad de precios del Banco Central Europeo (BCE), aunque en algunos países situados en una posición cíclica más avanzada y que han registrado tasas de variación de los precios de consumo superiores a la media del área, las demandas salariales podrían estar reflejando una sensibilidad relativamente mayor a la evolución reciente de la inflación a nivel nacional. En todo caso, en un contexto de aceleración de la productividad aparente del trabajo, las previsiones de primavera de la Comisión Europea proyectan un crecimiento nominal de la remuneración por empleado, en el conjunto de la UEM, del 2,5 %, frente al 2,2 % de 1999.

4. PERSPECTIVAS DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO. LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN LOS CONTRATOS DE FUTUROS

Como ya se ha comentado anteriormente, tras la firma del acuerdo de Viena en marzo del 2000, el mercado del petróleo ha seguido una evolución bastante irregular. En un primer momento, ante las expectativas generadas por la celebración de la reunión, el mercado respon-

GRÁFICO 3

Precios del petróleo y renta de conveniencia



dió con cierta anticipación al relajamiento de las restricciones de oferta: los precios de contado y a futuro experimentaron una acusada disminución, que fue más importante en los primeros, por lo que la curva por plazos de los precios a futuro se aplanó después de haber exhibido una pendiente acusadamente negativa desde mediados de 1999. Sin embargo, una vez superada esa fase inicial, en la que pudo producirse una cierta «sobre-reacción», las expectativas optimistas se moderaron y los precios de contado y a futuro recuperaron niveles similares a los previos a la reunión de Viena, de modo que la curva por plazos de los precios a futuro volvió a presentar una pendiente negativa. Por lo que respecta a la evolución de las cantidades, se estima que la oferta mundial de petróleo aumentó en abril en unos 660.000 barriles/día (lo que supone un incremento del 0,9 % con respecto a marzo) (5), mientras que la demanda se redujo en unos 200.000 barriles/día

(5) La OPEP aumentó la oferta en 860.000 barriles/día y los países productores no pertenecientes a la OPEP la redujeron en 200.000 barriles/día.

(un 0,3 % con relación a marzo). Las estimaciones disponibles apuntan a que la diferencia entre la oferta y la demanda mundial de crudo podría haber sido positiva en mayo y negativa en junio, aunque en el conjunto del segundo trimestre, tal y como se esperaba, la oferta será superior a la demanda en unos 1,22 millones de barriles/día (véase gráfico 1).

La evolución del mercado del petróleo en los próximos meses estará condicionada por las decisiones sobre el volumen de producción que adopte la OPEP. Con anterioridad a la reunión del 21 de junio pasado, las proyecciones de oferta y demanda mundial de petróleo de la AIE indicaban una insuficiencia de oferta en el segundo semestre del año. La decisión acordada por la OPEP en la última reunión, de incrementar la producción en un 3 % (708.000 barriles/día) puede cambiar algo esta situación. No obstante, la reacción inicial del mercado, donde los precios al contado y a futuro se han mantenido muy elevados y volátiles (6), sugiere que persiste una gran incertidumbre sobre la suficiencia de los aumentos de producción decididos para acomodar la evolución prevista de la demanda y, por lo tanto, para estabilizar los precios en niveles inferiores a los actualmente vigentes.

En aparente contradicción con estas perspectivas, en el mercado de futuros, los contratos, a tres y seis meses se cotizan con un descuento superior al 8 % y al 14 %, respectivamente, niveles cercanos a los prevalecientes con anterioridad a la reunión de marzo pasado. En principio, de dichas cotizaciones cabría concluir que los mercados de futuro anticipan una notable disminución del precio del petróleo, que podría situarlos alrededor de los 27 \$/barril a finales del 2000. Sin embargo, la evidencia empírica disponible sobre la relación entre los precios del petróleo a futuro y los precios de contado sugiere que aquellos poseen un débil poder predictivo, tanto a largo como a corto plazo (véase gráfico 3). Por consiguiente, aunque no puede discutirse que los precios a futuro contienen información sobre las expectativas de los agentes con respecto a los precios de contado, conviene tener presente que la utilización mecanicista de los precios de futuro como predictor de los precios de contado está sometida a márgenes de error y sesgos no desdeñables. En concreto, el error absoluto medio en los últimos seis años es del 13,4 % y 19,5 % para los plazos a tres y seis meses, respectivamente. Por otro lado, se observa que, en periodos donde se vislumbran restricciones efectivas de

(6) El día 26 de junio, el barril de Brent del mar del Norte se cotizaba ligeramente por encima de los 31 dólares.

oferta, las cotizaciones a futuro tienden a infra-predecir los precios de contado, mientras que tienden a sobrepredecirlos en períodos de mayor estabilidad. Además, el tamaño absoluto del error de previsión tiende a crecer con el plazo, de modo que la capacidad predictiva de los precios a futuro disminuye con el horizonte de previsión.

Existe un argumento específico del mercado del petróleo que hace que la relación entre los precios de contado y de futuro sea algo más compleja que la que se establece para los activos financieros, a pesar de que la mayor parte de las transacciones del mercado de futuros del petróleo tiene una motivación eminentemente financiera. En efecto, cuando un activo se mantiene y negocia exclusivamente por motivos de inversión financiera, la utilización de argumentos de arbitraje permite formular una relación contemporánea exacta entre sus precios a futuro y sus precios de contado adecuadamente capitalizados. Así, en ausencia de oportunidades de arbitraje, la relación entre el precio de contado y el precio a futuro en el momento actual, para un activo financiero cualquiera, se ajusta a la siguiente expresión:

$$F(0,t) = \{S(0) * (1+r)^t\} - CR(0,t)$$

siendo

$F(0,t)$ el precio a futuros contratado hoy para entrega en «t».

$S(0)$ el precio al contado del activo.

$CR(0,t)$ el valor final del rendimiento obtenido del activo durante el período de mantenimiento del activo.

r el tipo de interés.

Sin embargo, a diferencia de los activos financieros, el petróleo tiene un valor intrínseco de uso, pues se demanda para su incorporación a los procesos de consumo y de producción, por lo que su disponibilidad física es objeto de valoración en la determinación de su precio de mercado. El valor económico que se asigna a la «conveniencia» de disponer de un volumen de existencias de petróleo suficientes para afrontar posibles situaciones de desabastecimiento futuro y atender los requerimientos de la producción y del consumo durante un período de tiempo, es lo que se conoce como «renta de conveniencia» (7). Más técnicamente, la renta de conveniencia es el rendimiento marginal de-

rivado de la tenencia de un activo físico en presencia de incertidumbre con respecto a su disponibilidad y precio futuros.

En el caso del petróleo, por tanto, la ecuación anterior se transforma en la siguiente:

$$F(0,t) + C(0,t) = \{S(0) * (1+r)^t\} + CC(0,t) - CR(0,t)$$

Siendo:

$C(0,t)$ el valor final de la renta de conveniencia para el horizonte temporal «t».

$CC(0,t)$ el valor final de los costes de adquisición, almacenaje y mantenimiento.

Nótese que la renta de conveniencia es una variable no observable y positivamente correlacionada con el grado de incertidumbre, de modo que, cuanto más incierta sea la regularidad del abastecimiento de crudo durante la vida del contrato a futuro, mayor será la renta de conveniencia. Si, como sucedió entre principios de 1999 y marzo del 2000, existe una gran incertidumbre con respecto a la evolución futura de la oferta, la renta de conveniencia se cotizará al alza y, a igualdad de todo lo demás, el petróleo tenderá a cotizarse a descuento en los mercados de futuro, independientemente de cuáles sean las expectativas de los agentes con respecto a la evolución de los precios de contado. Paradójicamente, en tales circunstancias, aunque situaciones de incertidumbre con respecto a los abastecimientos futuros vengan normalmente asociadas a expectativas de precios al alza, los precios a futuro pueden cotizarse a descuento por el efecto de la renta de conveniencia.

Como ejemplo de lo anterior, conviene recordar que a lo largo de 1998 los precios del crudo disminuyeron notablemente y, salvo en los últimos meses del año, no se preveía un escenario de racionamiento efectivo de la oferta. En tales circunstancias, sin embargo, la pendiente de la curva por plazos presentó una inclinación positiva. Por el contrario, tras el tercer recorte de la producción en marzo de 1999, los precios de contado iniciaron una sólida tendencia alcista, al tiempo que los agentes comenzaron a otorgar una credibilidad creciente a la voluntad de cumplimiento de los acuerdos restrictivos de los productores, aumentando, en consecuencia, la incertidumbre sobre la regularidad de los flujos de abastecimiento futuro. En este contexto, sin embargo, la curva por plazos presentó una pendiente negativa hasta algunos días antes de la celebración de la reunión de Viena de marzo del 2000. Posteriormente, en un contexto de expectativas de una distensión

(7) Véanse, por ejemplo, Navascués (1992) y Hull, J. C. (1997).

moderada del mercado, la curva se desplazó hacia abajo y su pendiente volvió a ser positiva. Más recientemente, sin embargo, la situación del mercado ha vuelto a asemejarse a la de primeros de marzo del 2000, en un contexto de subida de los precios del petróleo y de incertidumbre sobre las perspectivas del mercado en el segundo semestre del año.

Esta evolución puede explicarse, al menos en parte, por los cambios producidos en la renta de conveniencia. A partir de la condición de ausencia de posibilidades de arbitraje, teniendo en cuenta que $CR(0,t)$ es cero en el caso del petróleo y haciendo algún supuesto plausible sobre el valor de $CC(0,t)$, puede obtenerse una estimación tentativa de la evolución de la renta de conveniencia a lo largo del período estudiado. Con objeto de realizar esta estimación, se supone que $CC(0,t)$ se mantiene constante en el nivel que iguala a cero el valor mínimo de la renta de conveniencia en el período de análisis. En cuanto a los tipos de interés, como el petróleo se negocia en dólares, se toman los del mercado interbancario de Estados Unidos para cada plazo. De todos modos, la dificultad de estimar con precisión el valor de la renta de conveniencia aconseja interpretar los resultados obtenidos con prudencia, en particular en lo relativo a sus valores concretos. En este sentido, se considera que la dinámica de la renta de conveniencia, y no su nivel, puede ser un indicador cualitativo representativo de la evolución del grado de incertidumbre existente en el mercado con respecto a su desarrollo en el período de maduración del contrato a futuros.

Bajo los supuestos anteriores, la evolución de la renta de conveniencia estimada refleja, a grandes rasgos, la del sentimiento del mercado petrolífero en el período de referencia (véase gráfico 3). El período de tranquilidad del mercado a lo largo de 1997 y buena parte de 1998 se manifiesta en un nivel relativamente reducido de la renta de conveniencia. Sin embargo, a partir de mediados de 1999, la notable incertidumbre que se adueñó del mercado dio lugar a un aumento de su valor. Nótese, además, que la renta de conveniencia se ha mostrado sensible tanto al relativo optimismo inicial que despertó la reunión de marzo, ante la cual disminuyó acusadamente, como al subsiguiente deterioro de las expectativas del mercado ante las incertidumbres generadas en las semanas previas a la celebración de la reunión de la OPEP del 21 de junio, que provocó su aumento.

5. CONCLUSIONES

A lo largo de 1999 se ha puesto de manifiesto la capacidad de los países productores de

petróleo para instrumentar con eficacia acuerdos de racionamiento de la oferta que han supuesto elevaciones considerables de los precios internacionales del crudo, en un contexto de recuperación económica mundial. Aunque los principales países industrializados han desarrollado políticas de ahorro y diversificación energética a lo largo de los últimos treinta años, sus economías continúan siendo muy sensibles a oscilaciones acusadas de los precios del petróleo.

Así, la reciente subida de los precios del crudo ha puesto fin al proceso de desinflación que venía experimentando la zona del euro desde hacía una década, hasta situar, en el mes de marzo, el aumento interanual del índice de precios de consumo en un nivel superior al 2 %, si bien este se moderó ligeramente con posterioridad. Naturalmente, las perspectivas sobre la evolución de la inflación en el área se agravarían sensiblemente si persistiera la incapacidad mostrada por la OPEP en las últimas semanas para estabilizar el precio del crudo. Aunque no es este el escenario que cabría, en principio, deducir de la moderación observada en los precios a futuro del petróleo, resulta arriesgado interpretar de forma mecánica estos precios como una estimación certera de las expectativas de los agentes sobre la evolución del precio del petróleo en el mercado al contado. De hecho, existen argumentos y evidencia empírica que permiten esperar que en un contexto, como el actual, en el que existe gran incertidumbre sobre la trayectoria futura de la oferta en los mercados internacionales, los precios de los futuros tiendan a infrapredicir los precios al contado.

En todo caso, aunque se puede esperar que el impacto del encarecimiento del petróleo en el último año y medio sobre la inflación del área vaya perdiendo intensidad en los próximos meses, este se dejará todavía sentir, con toda probabilidad, a través de los diversos efectos directos e indirectos que actúan con desfases variables sobre los precios de consumo. Así, según muestra la experiencia histórica, la mayor parte del efecto del encarecimiento del precio del petróleo sobre el precio de los combustibles líquidos tiende a manifestarse con gran celeridad. No obstante, dependiendo de la política de gestión de *stocks* de las refinerías y del grado de competencia entre las distribuidoras, la traslación completa del incremento del coste de la materia prima a los precios de consumo puede requerir un cierto tiempo, que, en el caso de la UEM, ha sido superior a ocho meses en episodios precedentes. Si, como ha ocurrido en algunos países, los impuestos que gravan el consumo de los derivados del petróleo han sido reducidos transitoriamente para graduar el im-

pacto inflacionista del incremento del precio del barril, los desfases pueden ser, lógicamente, aún mayores. Por otra parte, existen indicios de que el incremento de los costes de producción que ha ocasionado el aumento de los precios de algunos *inputs* energéticos —tal y como reflejan, por ejemplo, los precios mayoristas— se han manifestado, hasta el momento, de un modo muy modesto en los precios de consumo. Esto estaría reflejando una contracción temporal de márgenes que podría revertirse en el futuro próximo a medida que vaya consolidándose (según sugieren las previsiones disponibles) la recuperación económica en el área. En todo caso, resulta crucial que los acuerdos salariales para los próximos años tengan en cuenta el carácter transitorio de los efectos sobre la inflación observada del aumento del precio del petróleo señalados. De otro modo, si los salarios reaccionasen en exceso a la evolución pasada de los precios, podrían generarse efectos inflacionistas mucho más persistentes, incrementándose sensiblemente los riesgos para la esta-

bilidad de precios y para el mantenimiento de un crecimiento económico vigoroso en la UEM.

22.6.2000.

BIBLIOGRAFÍA

- CLUBLEY, S. (1998). *Trading in Oil Futures and Options*, CRC Press.
- ENERGY INFORMATION ADMINISTRATION (2000). *Short term outlook*, febrero.
- HOOKE, M. A. (1999). *Oil and the Macroeconomy Revisited*, Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, Paper 1999-43.
- HULL, J. C. (1997). *Options, Futures and Other Derivatives*, Prentice Hall, Inc.
- INTERNATIONAL ENERGY AGENCY (2000). Varios *Monthly reports*.
- KUMAR, M. S. (1991). *Forecasting Accuracy of Crude Oil Futures Prices*, IMF Working Paper 91/93.
- NAVASCUÉS, M. (1992). «El arbitraje en los mercados a plazo y de futuros. El caso de la peseta», Banco de España, Servicio de Estudios, Documento Interno EC/1992/63.

Las operaciones principales de financiación del eurosistema: las razones del cambio a un sistema de subastas a tipo variable

Este artículo ha sido elaborado por Juan Ayuso, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

De acuerdo con el diseño del marco operativo de la política monetaria única, el Eurosistema, a través de los bancos centrales nacionales (BCN) de los países miembros, proporciona a las entidades de crédito que operan en el área del euro la liquidez que estas necesitan. El instrumento principal a través del cual se lleva a cabo esta inyección de liquidez son las llamadas operaciones principales de financiación (OPF), operaciones de mercado abierto de frecuencia semanal y vencimiento quincenal que se ejecutan mediante subastas estándar, que, en principio, pueden ser tanto a tipo de interés fijo como a tipo de interés variable.

Desde el comienzo de la Unión Económica y Monetaria (UEM), las OPF se habían ejecutado exclusivamente mediante subastas a tipo fijo. Sin embargo, en su reciente reunión del 8 de junio pasado, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió el cambio a un sistema de subastas a tipo variable, cuyos principales detalles técnicos se recogen en la nota de prensa del BCE de 16 de junio de 2000, que se reproduce en el recuadro 1. El objetivo de este artículo es explicar, de manera breve, las razones e implicaciones de este cambio.

Para ello, el resto del artículo se organiza como sigue: en la sección 2 se describe el papel que desempeñan las OPF en el marco operativo de la política monetaria única, para, a continuación, analizar el funcionamiento del sistema de subastas a tipo fijo mediante el cual se han ejecutado estas operaciones desde enero del año pasado. En la sección 4 se describen las características principales del sistema de subastas a tipo variable, mediante el cual se ejecutarán las OPF a partir de la que se liquidará el 28 de junio de 2000, y, finalmente, la sección 5 resume y concluye el artículo.

2. EL PAPEL DE LAS O.P.F. EN EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

El marco operativo de la política monetaria única descansa en tres pilares básicos: el coeficiente de caja, las facilidades permanentes de crédito y depósito, y las operaciones de mercado abierto (1). Las OPF son las operaciones de

(1) Para una descripción detallada del marco operativo de la política monetaria única, en general, y de las operaciones principales de financiación, en particular, véase Banco Central Europeo (1998).

mercado abierto más importantes del Eurosistema, y los objetivos básicos que se persiguen mediante la ejecución de las mismas son tres: el control de los tipos de interés, la señalización del tono de la política monetaria y la gestión de la liquidez en el mercado.

Las OPF son operaciones de inyección de liquidez mediante las cuales los BCN del Eurosistema proporcionan a las entidades de crédito de sus respectivos países el grueso de los fondos líquidos que estas necesitan, tanto para hacer frente a los requerimientos derivados del coeficiente de caja como para cualquier otro fin. A lo largo de 1999, por ejemplo, han representado, en promedio, el 73 % del total de la liquidez inyectada por los BCN. Estas operaciones tienen, además, carácter regular —se convocan, normalmente, todos los martes y se liquidan el día hábil siguiente— y son de vencimiento quincenal. Como cualquier otra operación de crédito del Eurosistema, las OPF deben estar convenientemente aseguradas mediante la presentación, por parte de las entidades, de los activos de garantía adecuados.

Las OPF se ejecutan mediante subastas estándar a las que puede acudir cualquier entidad de crédito del área del euro que cumpla los criterios de selección generales establecidos. Estas subastas estándar pueden ser, en principio, tanto subastas a tipo fijo como subastas a tipo variable. En el primer caso, el Consejo de Gobierno del BCE anuncia previamente a la realización de la subasta el tipo de interés al que los BCN llevarán a cabo la inyección de liquidez, y las entidades, una vez conocido dicho tipo de interés, remiten a los BCN sus peticiones de fondos (2). Así pues, en una subasta a tipo fijo, las contrapartidas pujan exclusivamente por la cantidad de dinero que desean obtener al tipo de interés preanunciado.

Una vez recibidas y procesadas todas las pujas, el Eurosistema compara la suma de todas las peticiones con sus propias estimaciones de las necesidades agregadas de liquidez del sistema. Si la cantidad demandada no supera las necesidades estimadas, cada entidad recibe exactamente el volumen de fondos por el que pujó. En caso contrario, se procede al cálculo de la llamada *ratio* de prorrateo: el cociente entre las necesidades globales de liquidez estimadas por el Eurosistema y la suma de las pujas recibidas. En este caso, cada entidad recibe solo una parte de la cantidad que demandó, que se obtiene como el producto de la cantidad efectivamente demandada y la *ratio* de prorrateo.

(2) Existe, no obstante, un volumen mínimo de puja igual a un millón de euros.

En el caso de las subastas a tipo variable, sin embargo, las entidades han de especificar no solo la liquidez que desean, sino también el tipo de interés que están dispuestas a pagar por dichos fondos (3). Una vez recibidas las pujas, son ordenadas de mayor a menor tipo de interés y satisfechas por ese orden, hasta que la cantidad total inyectada coincide con la estimación del Eurosistema de las necesidades globales de liquidez. Si la suma de las pujas realizadas al último tipo de interés admitido —que recibe el nombre de tipo de interés marginal de la subasta— supera la liquidez que resta por inyectar, una vez descontadas las cantidades asignadas a las pujas realizadas a tipos por encima del marginal, se lleva a cabo un sistema de prorrateo como el descrito anteriormente, pero circunscrito, en este caso, a las pujas que se concentran en el tipo marginal de la subasta (en el recuadro 2 se ilustra el funcionamiento de este tipo de subasta mediante un ejemplo sencillo).

En función del tipo de interés que deben pagar las entidades por los fondos que efectivamente reciben, es preciso distinguir dos modalidades diferentes de subastas a tipo variable: la modalidad de tipo único, u holandesa, y la modalidad de tipo variable, o americana. En el primer caso, todas las entidades cuyas pujas han sido finalmente satisfechas pagan un tipo de interés único, igual al tipo de interés marginal de la subasta. En el segundo caso, las contrapartidas pagan el tipo de interés que incluyeron en sus pujas.

Como ya se ha mencionado en la introducción, desde el comienzo de la UEM hasta la fecha de cierre de este artículo todas las OPF realizadas se han ejecutado mediante el sistema de subastas a tipo fijo. De acuerdo con la decisión del Consejo de Gobierno del BCE del pasado 8 de junio, sin embargo, a partir de la que se liquidará el 28 de junio de 2000, las OPF se ejecutarán mediante subastas a tipo variable, en la modalidad de tipo múltiple. Antes de analizar con mayor detalle este tipo de subasta, tiene interés repasar brevemente cómo han funcionado en la práctica las subastas a tipo de interés fijo.

3. LAS SUBASTAS A TIPO FIJO: FUNCIONAMIENTO Y EXPERIENCIA

En líneas generales, cabe afirmar que las OPF han satisfecho razonablemente los tres objetivos (control de los tipos de interés, señali-

(3) En este caso, se permite a cada contrapartida realizar hasta un máximo de 10 pujas, incluyendo otros tantos niveles diferentes de tipos de interés.

Nota de prensa del BCE sobre los detalles técnicos de las nuevas subastas a tipo variable para las operaciones principales de financiación

Francfort, 16 de junio de 2000

En su reunión de 8 de junio de 2000, el Consejo de Gobierno del BCE decidió que, a partir de la operación que se liquidará el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se llevarán a cabo mediante subastas a tipo de interés variable, utilizando el procedimiento de adjudicación a tipo de interés múltiple. Además, el Consejo de Gobierno decidió establecer un tipo de interés mínimo de puja para estas operaciones del 4,25 %. Como se especificó cuando se comunicó dicha decisión, tras la reunión del Consejo de Gobierno en la que fue adoptada, el cambio a las subastas a tipo variable en las operaciones principales de financiación no pretende introducir ningún cambio en la orientación de la política monetaria del Eurosistema. El nuevo mecanismo de subastas es la respuesta a la fuerte sobrepuja que venía produciéndose en el contexto del procedimiento vigente de subastas a tipo de interés fijo. A efectos de señalar la orientación de la política monetaria, el tipo de interés mínimo de puja está destinado a desempeñar la misma función que hasta ahora tenía el tipo de interés aplicado en las subastas a tipo fijo.

Las principales características del procedimiento de las subastas a tipo de interés variable en las operaciones principales de financiación son las siguientes:

Los plazos relativos al anuncio de la subasta, la decisión de las adjudicaciones y el anuncio de los resultados serán los mismos que los vigentes para las subastas a tipo de interés fijo.

La subasta se ejecutará con adjudicación a tipo de interés múltiple («subasta americana»), es decir, una subasta en la que el tipo de interés de adjudicación es igual al tipo de interés ofertado en cada puja. Este tipo de adjudicación es el que se ha aplicado en las operaciones de financiación a más largo plazo desde marzo de 1999.

El anuncio de la subasta incluirá, además de la información habitual, el tipo de interés mínimo de puja y una indicación de las necesidades de liquidez esperadas del sistema bancario.

Dicha indicación está referida a la media del período que abarca desde el día del anuncio hasta el día antes de la liquidación de la siguiente operación principal de financiación (inclusive). Si este intervalo de tiempo excede del final del período de mantenimiento de reservas, también se proporcionará una estimación de las necesidades medias de liquidez hasta el final del período de mantenimiento. Obviamente, una estimación de las necesidades de liquidez del sistema bancario tiene un grado significativo de incertidumbre. El BCE proporciona sus estimaciones utilizando todos los datos disponibles en el momento de la publicación, aprovechando la información que facilitan los bancos centrales nacionales. También debe destacarse que el BCE basa sus decisiones de adjudicación en un conjunto de factores, que incluye las necesidades de liquidez esperadas del sistema bancario, pero no se limita a ellas.

Las necesidades de liquidez se definen como una media, en el período correspondiente, de la suma diaria de las reservas obligatorias y de todos los factores diferentes de las operaciones de política monetaria del Eurosistema que afectan a la liquidez del sistema bancario (los llamados factores autónomos, como los billetes y los depósitos del Estado en el Eurosistema; véase el recuadro que aparece en cada edición del *Boletín Mensual del BCE* titulado «Operaciones de política monetaria y situación de liquidez en el período de mantenimiento de reservas que terminó el ...», por ejemplo, en las páginas 19 a 21 del Boletín de junio del 2000). Las páginas del BCE que suministran información diaria sobre las condiciones de liquidez mostrarán, *a posteriori*, los datos sobre los factores que afectan a la liquidez diferentes de las operaciones de política monetaria, para permitir que las entidades de contrapartida evalúen con facilidad la desviación de las cifras efectivas respecto a las estimaciones publicadas.

El anuncio de los resultados de la subasta incluirá la cantidad total adjudicada, el tipo de interés mínimo de puja, el tipo de interés marginal, el tipo de interés medio ponderado de adjudicación y el porcentaje adjudicado al tipo de interés marginal.

Las entidades con las que opera el Eurosistema pueden realizar pujas de hasta diez niveles distintos de tipo de interés. En cada puja, las entidades especificarán la cantidad que están dispuestas a negociar con los bancos centrales nacionales y el correspondiente tipo de interés. Los tipos de interés especificados en las pujas deben expresarse como múltiplos de 0,01 puntos porcentuales. Las pujas a tipos de interés inferiores al tipo mínimo anunciado por el BCE no serán tenidas en cuenta.

El volumen mínimo de puja es de 1.000.000 de euros. Esto significa que cada puja a un determinado tipo de interés debe ser, al menos, igual a esta cantidad. Las pujas que excedan este nivel mínimo deben estar expresadas como múltiplos de 100.000 euros.

En el proceso de adjudicación por parte del BCE, las pujas se ordenarán de mayor a menor tipo de interés. Las pujas con los niveles más altos de tipos de interés serán satisfechas en primer lugar y las pujas con tipos de interés sucesivamente inferiores serán aceptadas a continuación, hasta agotar la cantidad total que ha de adjudicarse. Si, al tipo de interés más bajo aceptado (es decir, al tipo de interés marginal), la cantidad solicitada agregada excede el volumen pendiente de adjudicar, esta se adjudicará efectuando un prorrateo entre las pujas.

Finalmente, debe recordarse que los depósitos mantenidos por la aplicación de las reservas obligatorias se remuneran a un tipo de interés igual al promedio de los tipos de interés marginales de las operaciones principales de financiación correspondientes al período de mantenimiento y que en el documento titulado «La política monetaria única en la tercera etapa: Documentación general sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC» —disponible en la dirección del BCE en Internet (<http://www.ecb.int>)— pueden encontrarse más detalles técnicos sobre los procedimientos de subasta del Eurosistema para llevar a cabo las operaciones de mercado abierto.

GRÁFICO 1

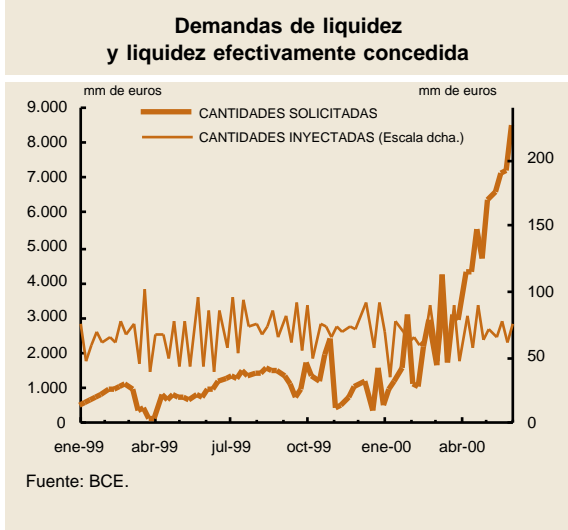
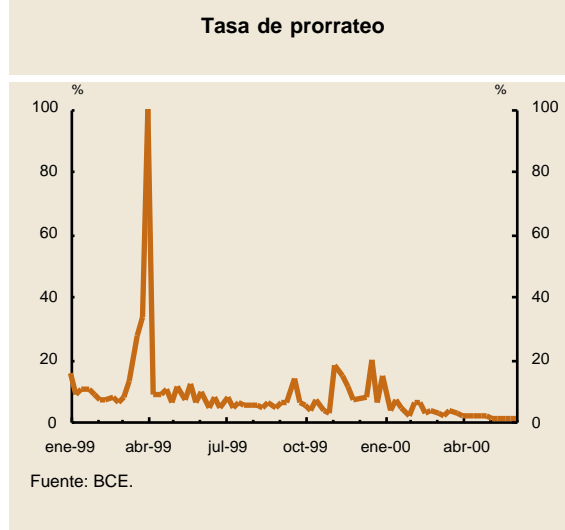


GRÁFICO 2



zación del tono de la política monetaria y gestión de la liquidez) que, como se comentó en la sección anterior, tienen asignadas este tipo de operaciones, aunque es preciso señalar que tales objetivos no son patrimonio exclusivo de este instrumento, sino que son objetivos compartidos con otros elementos del marco operativo de la política monetaria única.

Así, el comportamiento de los tipos de interés en el área ha estado caracterizado durante este último año y medio por un nivel de estabilidad notable dentro del corredor que configuran los tipos de interés de las facilidades de crédito y depósito, al tiempo que el tipo de interés de las subastas a tipo fijo anunciado por el Consejo de Gobierno del BCE ha permitido una señalización precisa tanto del tono deseado de la política monetaria única como de los momentos en los que se ha considerado adecuado proceder a una revisión del mismo. Esta labor de señalización, además, ha de ser valorada de forma especialmente positiva, ya que ha permitido al Eurosistema reducir la lógica incertidumbre asociada al reto que supuso el inicio de la UEM y la consecuente sustitución de once políticas monetarias independientes por una política única.

Esta valoración positiva, sin embargo, no debe ocultar el hecho de que el sistema de subastas a tipo fijo ha mostrado algunas carencias importantes en relación con la adecuada gestión de la liquidez en el mercado. En efecto: el gráfico 1 muestra la evolución de las cantidades demandadas y las cantidades efectivamente asignadas en estas subastas a tipo fijo desde el inicio de la UEM. Como puede observarse, frente a unas necesidades de liquidez estimadas relativamente estables a lo largo de este último año y medio, las peticiones cursadas por

las entidades de crédito del área han mostrado una clara tendencia creciente. En consecuencia, la *ratio* de prorrateo ha seguido una preocupante tendencia descendente, fruto de la cual su nivel llegó a situarse por debajo del 1 % en el mes de junio (véase gráfico 2). Dado que el racionamiento creciente no ha venido acompañado de tensiones igualmente crecientes en los mercados monetarios del área, hay que concluir que las entidades de crédito han terminado demandando a sus BCN (más de) 100 veces la liquidez que realmente necesitaban. Esta situación de pujas excesivas se ha denominado, utilizando la expresión inglesa, como *over-bidding*.

Una situación en la que las entidades realizan pujas que pueden llegar a situarse 100 veces por encima de sus auténticas necesidades de liquidez no es satisfactoria para el Eurosistema. Por un lado, la inestabilidad de la tasa de prorrateo hace que las entidades se vean obligadas a especular sobre cuál será el grado de racionamiento que se aplicará en cada subasta y, en consecuencia, les obliga a asumir el riesgo asociado a la posibilidad de obtener una cantidad significativamente mayor (o significativamente menor) que la realmente deseada. Es razonable suponer, además, que este riesgo aumenta conforme disminuye la *ratio* de prorrateo, ya que, cuando esta es baja, errores pequeños por parte de las contrapartidas pueden traducirse en variaciones grandes en las cantidades efectivamente obtenidas.

Por otro lado, en la medida en que, como se comentó en la sección anterior, las contrapartidas deben aportar activos de garantía suficientes para cubrir la totalidad del crédito recibido, existe otro tipo de riesgo adicional asociado a la posibilidad de que el volumen de activos de

El funcionamiento de las subastas a tipo fijo y variable

En este recuadro se ilustra, a través de un ejemplo sencillo, cómo funcionan las subastas a tipo fijo y a tipo variable, mediante las cuales es posible ejecutar las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Concretamente, se presenta un caso simplificado en el que existen tres entidades de crédito y un único banco central que es el proveedor último de la liquidez que estas necesitan.

El banco central conoce con exactitud las necesidades agregadas de liquidez, que, en este caso, se supone que ascienden a 210 millones de euros. Cada entidad, sin embargo, estima de manera independiente (y, por tanto, incompleta) sus necesidades individuales de liquidez. En particular, se supone que las entidades A y B estiman que necesitan 200 millones de euros cada una, al tiempo que la entidad C estima sus necesidades de liquidez en 20 millones de euros. Obsérvese que en este caso, como ocurre con frecuencia en la realidad, la agregación de las previsiones de las entidades proporciona unas necesidades totales de liquidez que sobreestiman las necesidades reales.

En este contexto, si el banco central inyecta la liquidez mediante un sistema de subasta a tipo fijo (por ejemplo, al 4,25 %), las entidades A, B y C pujarán, respectivamente, por 200, 200 y 20 millones de euros; el banco central se verá obligado a aplicar una tasa de prorrateo del 50 % (i.e., 210/420); y sus contrapartidas terminarán recibiendo 100, 100 y 10 millones de euros, por los que tendrán que pagar un tipo de interés del 4,25 %.

Si, por el contrario, el banco central recurre a una subasta a tipo variable, cada entidad debe especificar en su puja no solo la cantidad que requiere, sino también el tipo de interés que está dispuesta a pagar (1). Naturalmente, esto abre todo un abanico de comportamientos estratégicos, cuyo análisis excede el objetivo de este recuadro (i.e., ilustrar cómo funcionan los distintos tipos de subastas). Así pues, supóngase sencillamente que las entidades A y B pujan al mismo tipo de interés —por ejemplo, al 4,25 % del caso anterior—, mientras que la entidad C puja a un tipo ligeramente superior —por ejemplo, el 4,26 %—.

En este caso, el banco central ordena las tres pujas recibidas de mayor a menor tipo de interés y satisface, en primer lugar, la puja de la entidad C (20 millones de euros), que es la que ha ofertado un tipo de interés más alto. Al siguiente tipo de interés de la lista —el 4,25 %— el banco central no puede satisfacer las demandas de las entidades A y B (que ascienden, conjuntamente, a 400 millones de euros), ya que ello supondría inyectar en el sistema una cantidad superior a los 210 millones de euros que realmente se necesitan. En consecuencia, se ve obligado a prorratear los 190 millones que restan por inyectar entre ambas entidades. Así, cada una de ellas recibirá 95 millones de euros (190/400 × 200).

En cuanto al tipo de interés que deberá pagar cada entidad, los resultados varían en función de la modalidad de subasta a tipo variable que se considere. Si la subasta es de la modalidad de tipo único u holandesa, las tres entidades pagarán el mismo tipo de interés: el tipo marginal de la subasta (esto es, el 4,25 %). Si, por el contrario, la modalidad es la de tipo múltiple o americana, cada entidad pagará el tipo de interés que incluyó en su puja: la entidad C pagará el 4,26 %, mientras que las entidades A y B pagarán el 4,25 %.

El cuadro adjunto resume los resultados de cada tipo de subasta en este caso simplificado. Como puede comprobarse, en las subastas a tipo fijo todas las entidades pagan el mismo tipo de interés y están sujetas a la misma tasa de prorrateo. En la subasta a tipo variable holandesa, continúan pagando el mismo tipo de interés, pero están sujetas a tasas de prorrateo diferentes (el racionamiento es mayor cuanto menor es el tipo de interés pujado). Por último, en la subasta a tipo variable americana, tanto el tipo de interés pagado como la tasa de prorrateo aplicada pueden diferir.

(1) Por sencillez, se supone que cada entidad puede realizar una única puja.

Las principales diferencias en los resultados de los distintos tipos de subasta

			Entidad			
			A	B	C	
Tipo fijo	Puja	Cantidad Tipo	200 —	200 —	20 —	
	Asignación	Cantidad Prorrateo Tipo	100 50 % 4,25 %	100 50 % 4,25 %	10 50 % 4,25 %	
Tipo variable	Modalidad holandesa	Puja	Cantidad Tipo	200 4,25 %	200 4,25 %	20 4,26 %
		Asignación	Cantidad Prorrateo Tipo	95 47,5 % 4,25 %	95 47,5 % 4,25 %	20 100 % 4,25 %
	Modalidad americana	Puja	Cantidad Tipo	200 4,25 %	200 4,25 %	20 4,26 %
		Asignación	Cantidad Prorrateo Tipo	95 47,5 % 4,25 %	95 47,5 % 4,25 %	20 100 % 4,26 %

garantía disponible, aun siendo suficiente para cubrir la liquidez que realmente se necesita, sea insuficiente para cubrir la liquidez que se podría obtener si la *ratio* de prorrateo resultase ser mayor de lo que originalmente se estimó (4). En este sentido, es especialmente reseñable que, en la subasta del 6 de junio pasado, las entidades realizaron peticiones de liquidez por un total de casi 8,5 billones de euros, cantidad notablemente superior al total de activos de garantía que se estima que está disponible en sus carteras.

Además, si, como ocurre en el área del euro, los activos de garantía están distribuidos de manera muy heterogénea entre las entidades de crédito, se puede plantear incluso un problema de tratamiento desigual de las mismas. Así, las entidades que, por diversos motivos no necesariamente relacionados con sus necesidades de liquidez, disponen en sus carteras de unos volúmenes mayores de activos de garantía se encuentran en una situación ventajosa para realizar pujas excesivas, ya que el riesgo que asumen es menor. Esta situación ventajosa puede permitirles obtener un exceso de fondos líquidos, en relación con los que realmente necesitan, que, posteriormente, podrían ser recolocados —en el mercado interbancario— a cambio de un beneficio a las entidades cuyas dotaciones de activos de garantía son relativamente menores y que, en consecuencia, han obtenido menos liquidez de la que efectivamente necesitan.

El fenómeno del *overbidding*, pues, plantea una serie de problemas derivados del tipo de subasta elegido. En este sentido, es fácil comprender que, si las entidades prefieren obtener la liquidez que necesitan directamente del banco central en lugar de acudir al mercado, el mecanismo de subastas a tipo fijo favorece la realización de pujas excesivas e incentiva una distribución de la liquidez en función de las carteras relativas de activos de garantía y no en función de las necesidades relativas de liquidez. Un sencillo ejemplo numérico con solo dos entidades de crédito y un banco central permite ilustrar este fenómeno.

Supóngase que existen dos únicos bancos (A y B) exactamente iguales, excepto por el hecho de que el primero dispone de una cartera de activos de garantía por valor de 500 millones de euros, mientras que el valor de la cartera del segundo asciende a 1.500 millones de euros. Supóngase, además, que las necesida-

(4) Es importante recordar que los activos de garantía deben cubrir el crédito efectivamente concedido por los BCN, no las cantidades pujadas por las entidades.

des de liquidez de cada entidad —originadas, por ejemplo, por la existencia de un coeficiente de caja— se elevan a 50 millones de euros y que el banco central en este sistema simplificado conoce perfectamente tanto la liquidez total agregada que necesita inyectar (100 millones de euros) como el valor de las carteras de activos de garantía de cada banco (que actúa, así, como tope máximo para las pujas que cada uno de ellos puede realizar). ¿Qué ocurrirá si el banco central decide inyectar la liquidez a través de un sistema de subastas a tipo fijo?

En principio, cabría pensar que cada entidad debería realizar una puja por valor de 50 millones de euros. Sin embargo, tanto el banco A como el banco B tienen fuertes incentivos para realizar una puja superior. Así, supóngase, por un momento, que el banco A cree que el banco B demandará 50 millones de euros. Es claro que el primero podría obtener un beneficio si consiguiera que el banco central le prestara a él parte de esos 50 millones, de modo que pudiera recolocar esos fondos al banco B —lógicamente, a un tipo de interés más alto (5)—. Pero este objetivo es fácil de conseguir, simplemente elevando la puja a, por ejemplo, 150 millones de euros. En tal caso, el banco central se enfrentaría a una demanda total de 200 millones de euros (150 del banco A y 50 del B), aplicaría una *ratio* de prorrateo del 50 % y asignaría al banco A 75 millones de euros, 25 de los cuales podrían ser prestados al banco B a cambio del diferencial correspondiente.

Naturalmente, el banco A descubrirá enseguida que sus ganancias serán mayores si en lugar de solicitar 150 millones de euros solicita una cantidad superior. El límite, en este caso sencillo, lo establecerá el valor de su cartera de activos de garantía, de modo que la puja óptima para el banco A no será 50 millones de euros, sino 500 millones de euros. Ahora bien, exactamente el mismo razonamiento puede aplicarse al banco B, para el que la puja óptima será, entonces, de 1.500 millones de euros. En resumen, el banco central recibirá peticiones por valor de 2.000 millones de euros (500 de A, 1.500 de B), se verá obligado a aplicar una *ratio* de prorrateo del 5 % y asignará al banco A 25 millones de euros, y al B, 75.

Como puede comprobarse, resulta óptimo para ambos bancos realizar pujas excesivas

(5) Naturalmente, en este caso sencillo la razón por la que cada banco prefiere obtener la liquidez en el banco central es que el mercado monetario es un monopolio. En el caso más general, sin embargo, existen también otras razones, que se comentan más adelante, por las que las entidades pueden preferir financiarse directamente en el banco central.

(en este caso, por valor de 10 y 300 veces, respectivamente, la liquidez que realmente necesitan), y la distribución final de la liquidez (25 % para el banco A, 75 % para el B) reproduce las tenencias relativas de activos de garantía de las entidades y no sus necesidades relativas de liquidez (que serían igual al 50 % para cada banco).

Es preciso señalar, no obstante, que estos resultados dependen de manera crucial del supuesto de que las entidades prefieren satisfacer sus necesidades de liquidez en el banco central en lugar de acudir al mercado. Ahora bien, existen diferentes razones que hacen pensar que este supuesto puede ser bastante realista en el caso que nos ocupa. Así, por un lado, el diferencial entre los tipos de interés del mercado interbancario europeo y el tipo de interés de las OPF ha sido, en promedio, positivo a lo largo del último año y medio. En consecuencia, las entidades han podido encontrar beneficioso obtener un exceso de liquidez en sus respectivos bancos centrales y recolocarlos, después, a otras entidades a través del mercado interbancario (6). Por otro lado, la liquidez que se puede obtener en el mercado está sujeta a un grado mayor de incertidumbre que la que se puede obtener directamente del banco central, ya que en los mercados interbancarios es habitual el establecimiento de límites a las cantidades que unas entidades están dispuestas a prestar a otras y, además, el plazo en el que se concentra el grueso de la negociación —un día— es inferior al plazo al que los BCN del área del euro prestan la liquidez en las OPF —15 días—, de modo que tanto el coste como el volumen de la financiación a través del mercado está sujeto a una mayor incertidumbre (7).

Este caso simplificado ilustra, además, la importancia que tiene la distribución de los activos de garantía en el sistema de subastas a tipo fijo. Ciertamente, podría argumentarse que, en principio, nada impide a las entidades aumentar el volumen de activos de garantía en sus carteras. Sin embargo, no parece deseable

(6) En todo caso, no debe olvidarse que la comparación entre el tipo de las OPF y, por ejemplo, el del mercado interbancario a un día (EONIA) está sujeta a los problemas derivados de la existencia de posibles primas de riesgo por plazo (que sesgarían a la baja el diferencial entre el EONIA y el tipo de las OPF) y de crédito (que lo sesgarían al alza).

(7) Podría señalarse, también, que en el marco de un mercado interbancario europeo, como el que caracteriza el área del euro, existiría una razón adicional derivada de los efectos del endeudamiento exterior sobre la valoración que hacen los mercados de la liquidez y la solvencia de las entidades de crédito. Así, la obtención de la liquidez a través de bancos no residentes supondría un empeoramiento de la posición exterior neta de las entidades, que, de nuevo, haría preferible la financiación directa a través del banco central nacional.

que la cobertura frente a los riesgos derivados de una eventual subida no anticipada de la *ratio* de prorrateo se convierta en un determinante básico de las decisiones de cartera de las entidades de crédito del área del euro.

En definitiva, pues, el mecanismo de subastas a tipo fijo parece estar en la raíz del fenómeno del *overbidding*, por lo que tiene sentido preguntarse si el recurso a un sistema alternativo de subastas a tipo variable permitiría solucionar el problema.

4. EL NUEVO SISTEMA DE SUBASTAS A TIPO VARIABLE PARA LA EJECUCIÓN DE LAS O.P.F.

Como se comentó en la introducción, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su pasada reunión del día 8 de junio, que las OPF que se liquiden a partir del próximo 28 de junio se ejecuten mediante un sistema de subastas a tipo variable. La modalidad elegida ha sido la de tipo múltiple —o americana— y, además, se ha decidido que previamente a la realización de cada subasta se anuncie un tipo de interés mínimo, por debajo del cual los BCN no estarán dispuestos a admitir ninguna puja. Como se comenta a continuación, este cambio y la modalidad concreta elegida han estado motivados por la necesidad de frenar de manera efectiva el fenómeno del *overbidding*, sin afectar por ello de manera negativa a aquellos otros aspectos del funcionamiento de las OPF que han desempeñado una valiosa contribución a la consecución de los objetivos perseguidos.

Las subastas a tipo variable, y en particular la modalidad americana, reducen considerablemente los incentivos de las entidades a realizar pujas excesivas. Con este sistema, cada entidad no solo realiza una petición de fondos, sino que, además, está obligada a especificar qué tipo de interés está dispuesta a pagar por esos fondos. En estas condiciones, es claro que las entidades a las que el sistema de subastas a tipo fijo ponía en la tesitura de arriesgarse a realizar una puja excesiva de acuerdo con sus dotaciones de activos de garantía pueden ahora eludir ese riesgo solicitando la liquidez a un tipo de interés por encima del que otras entidades, mejor dotadas de colateral, estarán dispuestas a pagar. Dado que van a pagar un tipo de interés comparativamente más alto, es asimismo claro que estas entidades no tienen incentivos para demandar un volumen de liquidez por encima del que realmente necesitan. A su vez, si las entidades con menores dotaciones relativas de activos de garantía terminan obteniendo la liquidez que necesitan directamente de los BCN, el resto de entidades verá reducida

su capacidad para colocar en el mercado, a tipos de interés ventajosos, los fondos excedentarios que eventualmente pudieran obtener de los BCN.

Si bien las ventajas del sistema de subastas a tipo variable —modalidad americana— en términos de menores incentivos al *overbidding* parecen claras, es preciso preguntarse también por sus efectos sobre la capacidad de las OPF para señalar adecuadamente el tono de la política monetaria. Después de todo, a diferencia de lo que ocurre en el sistema de subastas a tipo fijo, el tipo de interés marginal al que se resuelve la subasta no lo fija unilateralmente el Eurosistema, sino que depende de las cantidades que, a cada tipo de interés, demanden las entidades de contrapartida (véase, de nuevo, el ejemplo ilustrativo que se ofrece en el recuadro 2).

En el marco del sistema de subastas a tipo fijo, las fluctuaciones en la demanda de liquidez de las entidades [no relacionados con modificaciones efectivas en el tono de la política monetaria (8)] se traducían en variaciones en el tipo de interés del mercado interbancario a un día —el tipo EONIA—, mientras que los cambios en el tono de la política monetaria tenían fiel reflejo en el tipo de interés fijo de la subasta. Así, resultaba fácil discriminar entre unos cambios y otros. En un marco de subastas a tipo variable, sin embargo, tanto las fluctuaciones en las demandas de liquidez de las entidades como las modificaciones genuinas en el tono de la política monetaria afectarán al tipo de interés marginal de la subasta, por lo que, en principio, resultaría más complejo discriminar entre ambas.

Precisamente para evitar ese potencial «oscurecimiento» relativo de las señales de política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido complementar el sistema tradicional de subastas a tipo variable con el anuncio de un tipo de interés mínimo, por debajo del cual no podrán pujar las entidades (9). Este tipo de interés mínimo será, precisamente, el que refle-

(8) Lógicamente, la demanda de liquidez podría variar como consecuencia de expectativas sobre futuras subidas (o recortes) del tipo mínimo que supongan un cambio en el tono de la política monetaria. En tal caso, sin embargo, las variaciones serían atribuibles a un problema de señalización.

(9) Como se especifica en la nota de prensa del BCE que se reproduce en el recuadro 1, junto al tipo mínimo se va a incluir una indicación sobre las necesidades agregadas de liquidez esperadas según el BCE. Este anuncio «de cantidades», sin embargo, es independiente del tipo de subasta elegido (es decir, podría realizarse igualmente en un marco de subastas a tipo fijo), por lo que no se analiza en este artículo, cuyo objetivo se centra en el cambio al sistema de subasta a tipo variable.

je el tono de la política monetaria, de modo que desempeñará, a estos efectos, el mismo papel que hasta ahora desempeñaba el tipo de interés de las subastas a tipo fijo. Variaciones en el tipo de interés marginal de la subasta que no vengán acompañadas de modificaciones paralelas en el mencionado tipo mínimo reflejarán, exclusivamente, fluctuaciones en la demanda de liquidez de las entidades y, por tanto, responderán tan solo a eventuales diferencias en la percepción por parte del Eurosistema y de las propias entidades de las necesidades agregadas de liquidez (10).

Es interesante señalar, para concluir esta sección, que el tipo mínimo para las primeras subastas a tipo variable se ha fijado, precisamente, en el nivel del tipo de interés de las últimas subastas a tipo fijo. De este modo se refuerza la imagen de continuidad en los mecanismos de señalización que se busca con la inclusión del tipo mínimo, al tiempo que se destaca de una manera más clara que la finalidad perseguida con el cambio de subasta no es una modificación en el tono de la política monetaria, sino resolver los problemas asociados al fenómeno del *overbidding*.

5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Desde el inicio de la UEM, los bancos centrales nacionales del Eurosistema han ejecutado las operaciones de mercado abierto más importantes —las OPF— mediante un sistema de subastas a tipo fijo en las que las entidades pujaban por volúmenes de liquidez que eran proporcionados por los BCN a un tipo (fijo) anunciado con anterioridad a la convocatoria de la subasta. Este sistema ha desempeñado un papel importante para la consecución de los objetivos que las OPF tienen asignados en el marco operativo de la política monetaria única y, en particular, ha facilitado una adecuada señalización del tono deseado de dicha política.

Sin embargo, las subastas a tipo fijo han incentivado un fenómeno de pujas excesivas u *overbidding* que, en el mes de junio del 2000, llevó al Eurosistema a aplicar unas *ratios* de

(10) En la medida en la que no cabe esperar que esas diferencias sean persistentes, los tipos marginal y mínimo tenderán a converger. Cabría argumentar que ambos tipos podrían diferir también como consecuencia de expectativas sobre futuras subidas (o recortes) del tipo mínimo que supongan un cambio en el tono de la política monetaria. En tal caso, sin embargo, el diferencial sería enteramente atribuible a un problema de señalización. Como se comenta en la nota 9, en el marco de las subastas a tipo fijo puede plantearse el mismo problema, que se reflejaría en una ampliación del diferencial entre el tipo EONIA y el tipo fijo de la subasta.

prorrates inferiores al 1 %. Dicho de otro modo, las entidades han terminado demandando a los BCN más de 100 veces más la liquidez que realmente necesitaban. La existencia de estas fuertes tasas de racionamiento configuraba una situación con una serie de riesgos innecesarios.

Con objeto de solucionar este problema sin afectar negativamente a la capacidad de las OPF para señalar el tono de la política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del pasado 8 de junio, sustituir el sistema de subastas a tipo fijo por un sistema de subastas a tipo variable —modalidad americana— en el que, además, se anuncia un tipo mínimo por debajo del cual las entidades no pueden pujar. Como se ha comentado en este artículo, las subastas a tipo variable, en las que las entidades no solo especifican la liquidez que desean, sino también el tipo de interés que

están dispuestas a pagar por ella, reducen poderosamente los incentivos al *overbidding*. El anuncio de un tipo mínimo, por su parte, permite discriminar los cambios en el tipo marginal de la subasta a tipo variable que responden a cambios en las demandas de liquidez de las entidades y las modificaciones genuinas del tono de la política monetaria. De este modo, se refuerza la capacidad de señalización de las subastas a tipo variable tradicionales.

19.6.2000.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO CENTRAL EUROPEO (1998). *La política monetaria única en la Tercera Etapa: Documentación General sobre instrumentos y procedimientos de política monetaria del SEBC*, Francfort.

La rama de servicios en España: un análisis comparado

Este artículo ha sido elaborado por Soledad Núñez y Miguel Pérez, del Servicio de Estudios (1).

1. INTRODUCCIÓN

La rama de servicios presenta, en la mayoría de las economías desarrolladas, una serie de rasgos comunes que la distinguen del resto de las ramas productivas y, en particular, de las manufacturas. Por lo general, tiende a mostrar tasas de inflación más elevadas, menores ritmos de crecimiento de la productividad, mayor capacidad para generar empleo y un comportamiento más estable a lo largo del ciclo económico. Dada la importancia relativa de los servicios —que en las economías avanzadas representan más del 60 % del PIB—, resulta de gran interés conocer los determinantes de estas pautas de comportamiento, y así disponer de elementos adicionales para comprender los procesos inflacionistas y de crecimiento económico de las economías desarrolladas. Este interés es incluso mayor para el caso español, debido a la persistencia del carácter dual de la inflación española y al potencial de creación de empleo que habitualmente se atribuye a la rama de servicios.

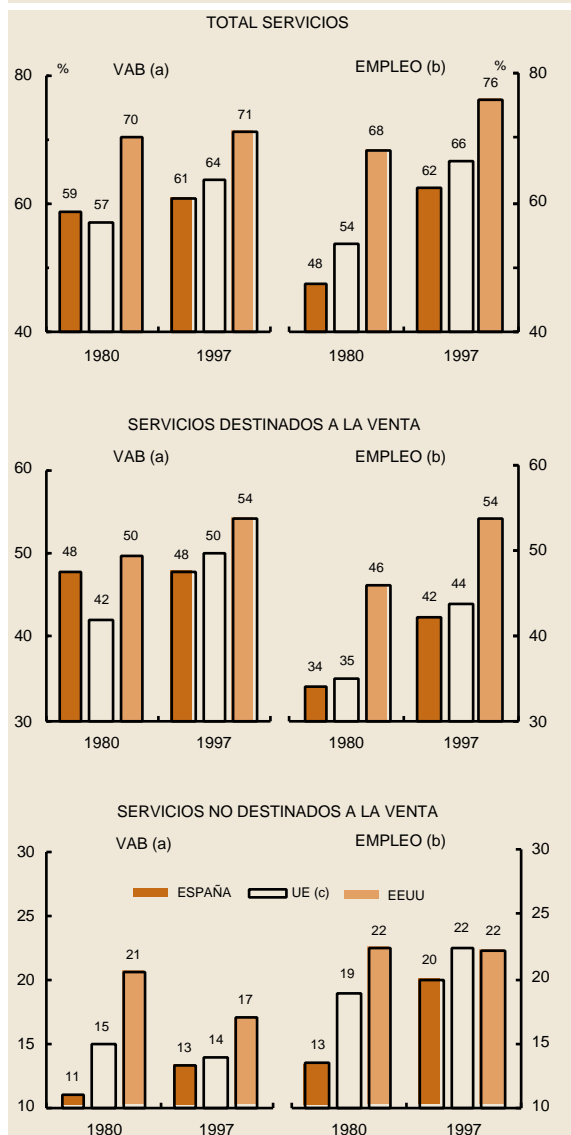
El trabajo que se resume en este artículo tiene como objetivo contrastar si los rasgos diferenciales que se imputan a los servicios se verifican en la economía española, para el conjunto de la rama y sus principales componentes, y señalar aquellas características diferenciales respecto a otras economías, con especial referencia a las economías europeas. Para ello, se compara el comportamiento de una serie de variables económicas —valor añadido, empleo, productividad, deflatores y costes laborales unitarios— desde tres perspectivas: temporal, geográfica —entre España, la UE y EEUU— y sectorial (2). El período de estudio cubre desde 1980 hasta 1997, para las

(1) Este artículo es un resumen del documento de trabajo, de próxima aparición, del mismo título.

(2) Los datos utilizados en el trabajo provienen, en su totalidad, de la Contabilidad Nacional, según la metodología del SEC-79, y se han obtenido de Eurostat, que, además de la información sobre servicios no destinados a la venta y servicios destinados a la venta, ofrece la siguiente desagregación, por ramas, de estos últimos: distribución, hostelería, transporte terrestre, transporte aéreo, actividades auxiliares de transporte, comunicaciones, otros servicios destinados a la venta y, aunque no se han incluido en el análisis, los servicios bancarios y seguros. La desagregación por ramas está disponible solo para un conjunto limitado de países, por lo que las variables correspondientes a la UE se han aproximado agregando la información de los siguientes países: Alemania, Italia, Francia, Bélgica y Austria.

GRÁFICO 1

Importancia relativa del valor añadido y del empleo de la rama de servicios



Fuente: Eurostat.

(a) Porcentaje del valor añadido de cada rama sobre el PIB en paridad de poder de compra (PPC) constante de 1990.

(b) Porcentaje del empleo de cada rama sobre el empleo total de la economía.

(c) Agregado de la UE obtenido como media de los siguientes países: Francia, Alemania, Italia, Bélgica y Austria.

estadísticas agregadas de servicios, y hasta 1995 para las de las distintas ramas componentes de los servicios destinados a la venta. Esta primera aproximación al estudio de los servicios tiene un carácter eminentemente descriptivo y puede no ser suficiente para explicar su comportamiento a nivel desagregado, pero sirve para señalar aquellos rasgos que deben ser objeto de una investigación más profunda, a partir de datos de carácter micro-económico.

A la hora de analizar la rama de servicios, es importante destacar las dificultades de medición que presentan sus principales variables económicas, que se traducen en una relativa escasez de estadísticas económicas disponibles y de estudios sobre su comportamiento. Estas dificultades se derivan, fundamentalmente, de la naturaleza intangible y multidimensional de buena parte de los servicios, dado que presentan numerosos atributos cualitativos, de difícil cuantificación (3). Estos problemas se amplifican cuando se intenta medir variables económicas a precios constantes (4) e inciden, indudablemente, sobre las variables analizadas en este trabajo, con lo que las conclusiones extraídas hay que tomarlas con la debida cautela. Por lo general, estas serán válidas en la medida en que, como es razonable suponer, los problemas mencionados afecten en un grado menor a las tasas de variación (5) y sean similares, para una misma rama productiva, entre los distintos países (6).

El resumen del trabajo que se presenta en este artículo se organiza como sigue: en el apartado 2 se describe y se compara, tanto para el agregado de la rama de servicios como para sus componentes, la evolución seguida por las principales variables de actividad, empleo, precios y costes, y se lleva a cabo un análisis de su comportamiento con relación al ciclo económico. En el apartado 3 se resume el comportamiento económico de la rama de servicios en cinco rasgos básicos, se avanzan algunas explicaciones de las características observadas y se detectan aquellos aspectos que deben ser objeto de una investigación más profunda.

(3) Por ejemplo, en el caso del transporte, el servicio que debe medirse no es solo el traslado de una persona u objeto de un lugar a otro, sino también características tales como la puntualidad, la comodidad, la disponibilidad, etc.

(4) Por lo general, la medición de la producción o el valor añadido a precios corrientes no presenta graves problemas, ya que se basa en los ingresos totales o en la facturación de las empresas, de manera que las características de los diferentes servicios se agregan con un sistema implícito de precios, que refleja su valoración por parte de los consumidores. No obstante, para la medición a precios constantes es necesario disponer de un índice de precios que mida adecuadamente las características cualitativas, que, como se ha dicho, son difíciles de valorar.

(5) En la medida en que las características de un servicio susceptibles de medición estén suficientemente correlacionadas con las que no lo son, las distorsiones que puede crear la incorrecta medición afectará en menor grado a las tasas de crecimiento que a los niveles de las variables reales.

(6) En las comparaciones internacionales existe una dificultad adicional, derivada de la no-disponibilidad de series de paridades del poder de compra por ramas de actividad, por lo que se utilizan paridades del poder de compra para el conjunto del PIB.

2. LA EVOLUCIÓN DE LA RAMA DE SERVICIOS

2.1. Análisis del valor añadido, empleo y productividad

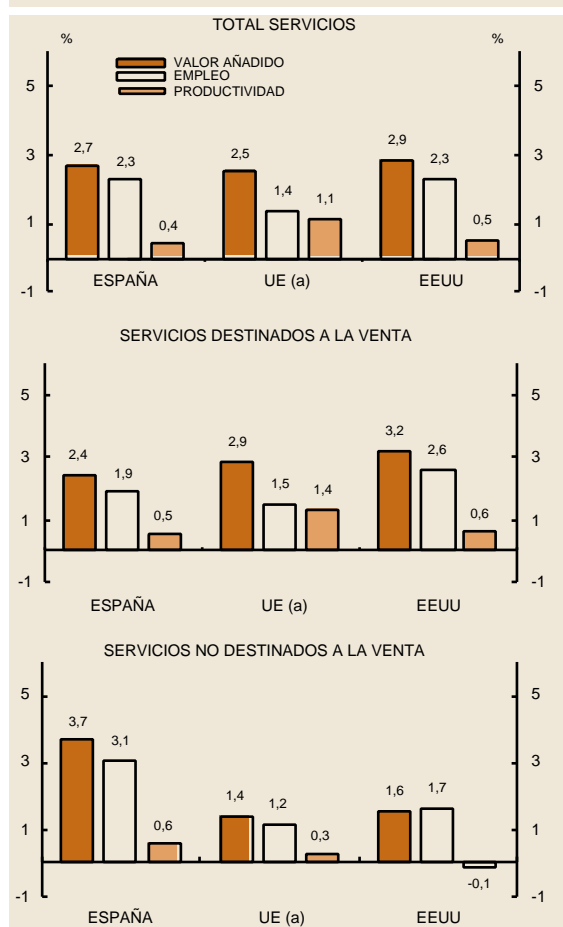
A lo largo del período analizado, 1980-1997, el conjunto de la rama de servicios presenta pautas bien definidas y comunes a las tres áreas geográficas consideradas, destacando, en particular, su prominencia en la actividad económica global, el mantenimiento de elevadas tasas de crecimiento y el modesto avance de la productividad.

En efecto, como se observa en el gráfico 1, la rama de servicios ha mostrado a lo largo del período analizado una destacada importancia, tanto con relación al PIB como al empleo. En España esta rama productiva representaba, en 1997, un 61 % y un 62 % del PIB y del empleo total, respectivamente. Estas cifras son de una magnitud similar a las observadas en el conjunto de la UE, aunque apreciablemente inferiores a las de la economía americana. La distancia con respecto a esta última, que ha tendido a disminuir de manera muy gradual a lo largo del período analizado, se aprecia tanto en los servicios no destinados a la venta —que recoge principalmente la actuación del sector público— como en los servicios destinados a la venta. La discrepancia existente es, con todo, más relevante en este último caso, debido al creciente protagonismo de este tipo de actividades en el dinamismo de la economía mundial, e indica que el potencial de crecimiento de la rama de servicios en Europa es aún considerable.

El peso relativo de la rama de servicios en comparación con el del resto de ramas productivas ha mostrado, además, una tendencia ascendente, particularmente acusada en términos de empleo. En España destaca el elevado crecimiento de los servicios no destinados a la venta, con tasas medias de crecimiento del 3,7 % y del 3,1 % para el valor añadido y el empleo, respectivamente (véase gráfico 2), lo que resulta indicativo de los avances que se han registrado en la provisión de servicios públicos vinculados al desarrollo del estado del bienestar, como muestra el que la importancia relativa de esta rama en el PIB alcance, en la actualidad, niveles similares a los del conjunto de la UE. Por el contrario, los servicios destinados a la venta han mostrado crecimientos más reducidos e inferiores a los de las economías europeas, de forma que su peso en el PIB, que a principios del período analizado era comparativamente superior, se situaba en niveles más bajos a los de la UE en 1997.

GRÁFICO 2

Valor añadido, empleo y productividad de las ramas de servicios Tasas medias de crecimiento 1980-1997



Fuente: Eurostat.

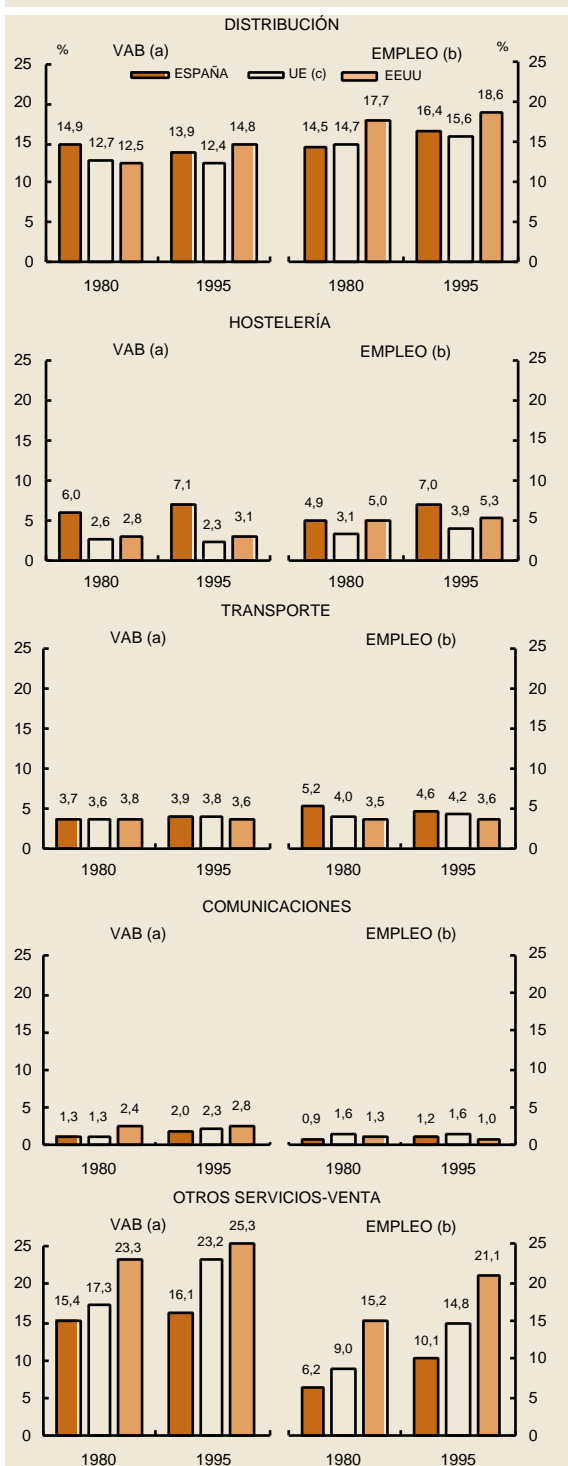
(a) Agregado de la UE obtenido como media de los siguientes países: Francia, Alemania, Italia, Bélgica y Austria.

Como se observa en el gráfico 2, la evolución del valor añadido en las tres áreas geográficas analizadas es el resultado de un crecimiento del producto en el que la aportación del empleo ha sido superior a la de la productividad, sobre todo en España y en EEUU. En relación con este punto cabe destacar, como pauta de comportamiento común, el bajo ritmo de crecimiento de la productividad aparente del trabajo en los servicios destinados a la venta (7), que ha sido muy inferior al observado en la rama industrial. En España, la tasa media de variación de la productividad aparente del trabajo en los servicios destinados a

(7) La evolución seguida por la productividad en los servicios no destinados a la venta no se comenta, dado que los problemas de medición de la productividad afectan especialmente a esta rama, en la que, por otra parte, el valor añadido consiste, fundamentalmente, en la retribución del factor trabajo.

GRÁFICO 3

Importancia relativa del valor añadido y del empleo de las ramas de servicios destinados a la venta



Fuente: Eurostat.

- (a) Porcentaje del valor añadido de cada rama sobre el PIB en paridad de poder de compra (PPC) constante de 1990.
- (b) Porcentaje del empleo de cada rama sobre el empleo total de la economía.
- (c) Agregado de la UE obtenido como media de los siguientes países: Francia, Alemania, Italia, Bélgica y Austria.

la venta, en el período 1980-97, fue del 0,5 %, mientras que en la industria alcanzó el 2,6 %. En la UE y EEUU, la brecha en el crecimiento de la productividad entre ambas ramas productivas fue también significativa, aunque de menor magnitud que en el caso español.

Para analizar el comportamiento de la rama de servicios con un nivel de desagregación superior, en el gráfico 3 se presenta la importancia relativa, con relación al PIB y al empleo, de las distintas ramas que componen los servicios destinados a la venta: distribución, hostelería, transportes, comunicaciones y otros servicios destinados a la venta (8). Por su parte, en el gráfico 4 se encuentran las tasas medias de variación de estas variables y de la productividad. Como se observa en el gráfico 3, en las tres áreas geográficas estudiadas destacan, por su mayor importancia relativa, las ramas de otros servicios destinados a la venta y de distribución. Las comunicaciones, transporte y hostelería tienen, por lo general, un peso pequeño y similar en las tres áreas económicas consideradas, con la excepción de la hostelería, que en España representa un porcentaje significativamente más elevado del PIB y del empleo que la rama en su conjunto.

La rama de otros servicios destinados a la venta incluye actividades tales como los servicios a empresa, investigación y enseñanza destinada a la venta, sanidad destinada a la venta, otros servicios no computados en otra parte (servicios profesionales, actividades informáticas, etc.), así como los alquileres imputados a la vivienda en propiedad (9). El aumento en la importancia sobre el PIB de los otros servicios destinados a la venta ha sido muy significativo en Europa —aproximándose al nivel observado en EEUU, que en 1995 se situaba en el 24 % del PIB— y algo más modesto en España, donde ha pasado del 15 % del PIB en 1980 al 16 %, en 1995. Detrás de esta evolución se encuentran tasas de crecimiento del valor añadido muy superiores en la

(8) La rama de servicios bancarios y de seguros se ha excluido del análisis, primero porque ya ha sido objeto de numerosos trabajos y, segundo, por el carácter un tanto artificial de la forma en que se mide la producción de la rama en Contabilidad Nacional (total de las rentas de la propiedad recibidas por la unidad que presta el servicio menos el total de intereses pagados), que afectan a la interpretación económica de algunas variables.

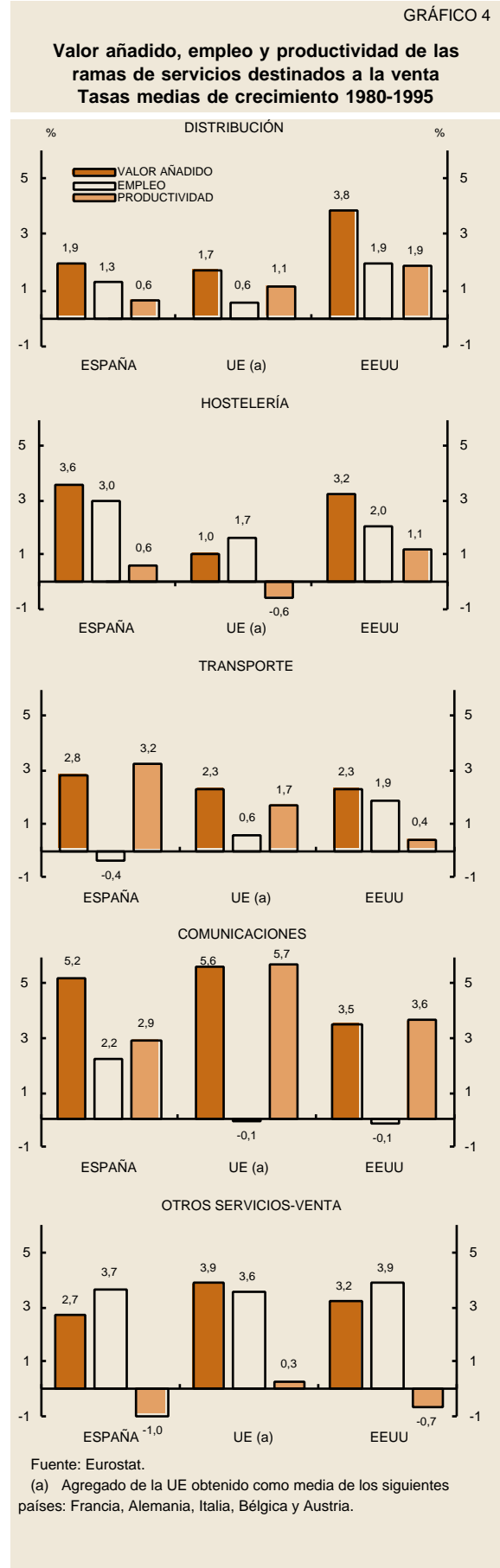
(9) La inclusión de este último componente determina que la importancia real de la rama en términos económicos sea algo menor de la que puede derivarse de su peso en el PIB. Este hecho explica, también, que la participación del empleo de la rama se sitúe a niveles apreciablemente menores que la del valor añadido, ya que los alquileres imputados no incorporan empleo.

UE (de casi el 4 % anual, frente al 2,7 % en España). Por lo que a la tasa de creación de empleo se refiere, cabe señalar que en las tres áreas geográficas ha superado el 3,5 % anual, siendo la rama de otros servicios destinados a la venta la de mayor generación relativa de puestos de trabajo (gráfico 4). Esta importante creación de empleo podría ser indicativa de que el avance de la rama, en términos de valor añadido, se ha producido, fundamentalmente, por el crecimiento económico de aquellos componentes de la misma —diferentes de los alquileres imputados a la vivienda en propiedad (10)— que están más influidos por los desarrollos en la economía de la información. Por último, otro rasgo destacable del comportamiento económico de esta rama es la desfavorable evolución de la productividad —al menos hasta 1995—, observándose para las economías española y americana tasas de variación negativas, y para la UE, un incremento positivo muy reducido.

En la rama de distribución contrasta la distinta trayectoria seguida en Europa y en Estados Unidos, con un notable estancamiento en el primer caso y un fuerte crecimiento en el segundo. En España, su importancia relativa, que comenzó siendo comparativamente más elevada (15 %), ha disminuido ligeramente en el período analizado, como resultado de crecimientos medios del valor añadido y del empleo más reducidos que en otras ramas, del 1,9 % y del 1,4 %, respectivamente (gráfico 4). La productividad aparente del trabajo ha experimentado incrementos en las tres áreas geográficas analizadas, aunque de menor magnitud en el caso español, de forma que se ha producido un alejamiento progresivo del nivel de dicha variable con relación a los de la Unión Europea y Estados Unidos.

La rama de hostelería alcanza en España, como se ha mencionado, una importancia económica considerablemente mayor que en la UE y en EEUU, como corresponde a una economía con una industria turística de gran tamaño. A lo largo del período analizado el crecimiento de esta rama productiva en España ha sido importante, sobre todo en términos del valor añadido, con una tasa media de variación del 3,6 %, muy superior a la observada en la UE. La evolución de la productividad también ha sido más favorable en España, ampliando su distancia en relación con la situación en Europa.

(10) Además, en España —y en otras economías para las que se dispone de datos desagregados de esta rama—, se observa que el crecimiento del valor añadido de los alquileres imputados a la vivienda en propiedad ha sido apreciablemente menor que el de las restantes actividades productivas incluidas en la rama.



CUADRO 1

Variabilidad del valor añadido, del empleo y de la productividad (a)

	España	UE (b)	EEUU
VALOR AÑADIDO:			
PIB	1,0	1,0	1,0
Agricultura	4,0	2,2	2,6
Manufacturas	1,5	2,3	2,4
Servicios	0,8	0,8	0,7
Servicios-no-venta	0,9	0,3	0,4
Servicios-venta	0,9	1,1	0,8
<i>Distribución</i>	<i>0,9</i>	<i>1,2</i>	<i>1,5</i>
<i>Hostelería</i>	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>
<i>Transportes</i>	<i>1,0</i>	<i>1,7</i>	<i>1,7</i>
<i>Comunicaciones</i>	<i>1,9</i>	<i>1,1</i>	<i>1,4</i>
<i>Otros servicios-venta</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>0,9</i>
EMPLEO:			
TOTAL	1,4	0,7	0,8
Agricultura	1,6	1,1	1,1
Manufacturas	1,9	1,5	1,5
Servicios	1,1	0,5	0,6
Servicios-no-venta	0,9	0,3	0,4
Servicios-venta	1,2	0,7	0,8
<i>Distribución</i>	<i>1,7</i>	<i>0,7</i>	<i>1,0</i>
<i>Hostelería</i>	<i>1,8</i>	<i>0,5</i>	<i>1,4</i>
<i>Transportes</i>	<i>1,2</i>	<i>0,8</i>	<i>1,2</i>
<i>Comunicaciones</i>	<i>2,1</i>	<i>0,9</i>	<i>1,0</i>
<i>Otros servicios-venta</i>	<i>1,7</i>	<i>1,2</i>	<i>0,6</i>
PRODUCTIVIDAD:			
TOTAL	0,5	0,6	0,4
Agricultura	3,3	2,4	3,2
Manufacturas	1,0	1,5	1,4
Servicios	0,5	0,7	0,3
Servicios-no-venta	0,3	0,2	0,2
Servicios-venta	0,7	1,0	0,4
<i>Distribución</i>	<i>1,3</i>	<i>0,8</i>	<i>1,1</i>
<i>Hostelería</i>	<i>0,7</i>	<i>1,1</i>	<i>1,1</i>
<i>Transportes</i>	<i>1,4</i>	<i>1,6</i>	<i>1,9</i>
<i>Comunicaciones</i>	<i>1,4</i>	<i>1,0</i>	<i>1,6</i>
<i>Otros servicios-venta</i>	<i>1,2</i>	<i>0,6</i>	<i>0,4</i>

Fuente: Banco de España.

(a) Desviación típica del componente cíclico de cada variable obtenido a partir del filtro de Hodrick-Prescott con relación a la desviación típica del componente cíclico del PIB de cada área.

(b) Agregado de la UE obtenido como media de los siguientes países: Francia, Alemania, Italia, Bélgica y Austria.

El valor añadido de las restantes ramas productivas que componen los servicios destinados a la venta —transporte y comunicaciones— ha seguido una evolución similar en España y en la UE, destacando, en particular, el elevado ritmo de avance de la rama de comunicaciones,

del 5,2 % en España y del 5,6 % en la UE. Sin embargo, las tasas de creación de empleo y, por tanto, de la productividad presentan algunas diferencias: en España, la rama de comunicaciones ha mostrado un mayor dinamismo en la generación de empleo y una evolución de la productividad comparativamente más desfavorable. Por el contrario, en la rama de transporte la economía española ha registrado una tasa menor en la creación de empleo y mayor en la productividad.

2.2. Análisis del comportamiento cíclico

Como se ha señalado en la introducción, una de las características que se atribuye a los servicios es la de presentar fluctuaciones menos intensas que el resto de ramas productivas y contribuir, así, a la suavización del ciclo económico. Para analizar esta cuestión, en este apartado se examina el grado de variabilidad de las principales variables de las ramas de servicios, su relación con la del PIB y su sincronía con el ciclo económico. Con este fin, se ha calculado, por una parte, la desviación estándar del valor añadido, del empleo y de la productividad aparente del trabajo (11), y el cociente entre dicha desviación estándar y la del PIB —variabilidad relativa (12)—. Por otra parte, se ha estimado el coeficiente de correlación entre cada una de las variables analizadas y el PIB.

La información relativa a la variabilidad se presenta en el cuadro 1. Los rasgos principales pueden resumirse en dos puntos. En primer lugar, los resultados obtenidos solo corroboran el carácter más estable que generalmente se atribuye a la rama de servicios, para el caso de los servicios no destinados a la venta. Así, en esta rama, todas las variables examinadas presentan una variabilidad relativa menor que la unidad, mientras que para las ramas integrantes de los servicios destinados a la venta se observa una variabilidad superior a la del ciclo económico, bien en el valor añadido, bien en el empleo, o bien en ambas variables; además, en algunas ramas, esta variación es incluso superior a la de las manufacturas. En segundo lugar, la rama de servicios no destinados a la venta tiene un comportamiento comparativamente menos estable en España que en EEUU

(11) Siguiendo la metodología habitual, se ha extraído la tendencia de las series utilizadas mediante un filtro de Hodrick-Prescott.

(12) A partir de esta información se considera que una determinada rama contribuye a suavizar el ciclo económico si presenta, para las variables examinadas, una variabilidad relativa menor a la unidad o tiene un comportamiento anticíclico.

y la UE, mientras que para los distintos componentes de los servicios destinados a la venta este resultado se observa de forma nítida únicamente para el empleo.

Los resultados del análisis sobre el grado de sincronía cíclica se presentan en el cuadro 2. El principal rasgo diferencial que se observa para la economía española, con relación a la UE y EEUU, es el carácter anticíclico de la productividad de todas las ramas de servicios, a excepción de algunas actividades de transportes, si bien, en la mayoría de los casos, los coeficientes de correlación obtenidos son inferiores —en valores absolutos— a los de la industria (13) (véase gráfico 5). En cuanto al valor añadido y al empleo, cabe señalar que en las tres áreas geográficas analizadas la mayor parte de las ramas presentan, con un grado relativamente variable, un comportamiento procíclico, con una excepción reseñable: la de los servicios no destinados a la venta en el caso de la UE.

2.3. Evolución del deflactor y de los costes laborales unitarios

La evolución del deflactor de los servicios y de sus componentes se recoge en el cuadro 3 y en el gráfico 6, y presenta rasgos comunes en las tres economías consideradas (14). De forma muy sintética, se observan crecimientos sistemáticamente más elevados en los deflatores de los servicios que en los de las manufacturas, tanto para los servicios no destinados a la venta como para las ramas integrantes de los servicios destinados a la venta (15), así como una tendencia generalizada a la desaceleración de la inflación en todas las ramas de servicios a lo largo del período. La rama con una mayor tendencia inflacionista ha sido la de hostelería, tanto en España como en la UE, con tasas medias de variación del 12,4 % y del 7,7 %, respectivamente. Por su parte, los costes laborales unitarios (CLU) de todas las ramas de servicios muestran asimismo aumentos superiores a los de las manufacturas, dentro de una trayectoria hacia la desaceleración. Por último, se aprecia, con relativa generalidad, que los crecimientos de los CLU son inferiores a los

(13) En la UE, únicamente la rama de otros servicios destinados a la venta presenta un comportamiento anticíclico, y en EEUU, solo algunas ramas de transporte presentan un carácter anticíclico de magnitud significativa.

(14) El deflactor para la UE se ha construido como una media ponderada, por el valor añadido, de los deflatores de Bélgica, Alemania, Francia e Italia.

(15) Las únicas excepciones son: los servicios no destinados a la venta, para la economía española durante el quinquenio 1981-85, y la rama de comunicaciones para la UE.

CUADRO 2

Análisis de correlaciones (a)

	Coeficiente de correlación del PIB con:		
	VA _i (b)	Productividad _i (c)	Empleo _i (d)
ESPAÑA:			
Manufacturas	0,88	-0,51	0,95
Servicios	0,96	-0,23	0,87
Servicios-no-venta	0,67	-0,16	0,72
Servicios-venta	0,97	-0,27	0,85
<i>Distribución</i>	0,86	-0,34	0,74
<i>Hostelería</i>	0,65	-0,71	0,75
<i>Transportes</i>	0,57	0,18	0,25
<i>Comunicaciones</i>	0,04	-0,34	0,27
<i>Otros servicios-venta</i>	0,79	-0,50	0,65
UE (e):			
Manufacturas	0,87	0,49	0,86
Servicios	0,76	0,46	0,67
Servicios-no-venta	-0,33	0,16	-0,43
Servicios-venta	0,76	0,34	0,74
<i>Distribución</i>	0,90	0,81	0,63
<i>Hostelería</i>	0,64	0,63	0,37
<i>Transportes</i>	0,69	0,42	0,63
<i>Comunicaciones</i>	0,20	0,40	-0,21
<i>Otros servicios-venta</i>	0,86	-0,45	0,75
EEUU:			
Manufacturas	0,78	0,40	0,88
Servicios	0,97	0,25	0,88
Servicios-no-venta	0,46	-0,03	0,48
Servicios-venta	0,96	0,17	0,90
<i>Distribución</i>	0,77	0,21	0,93
<i>Hostelería</i>	0,84	0,07	0,76
<i>Transportes</i>	0,46	-0,15	0,89
<i>Comunicaciones</i>	-0,34	-0,09	-0,35
<i>Otros servicios-venta</i>	0,73	0,35	0,83

(a) Correlación del componente cíclico de cada variable obtenido a partir del ciclo de Hodrick-Prescott.

(b) VA_i: Valor añadido de la rama *i*.

(c) EMPLEO_i: Empleo de la rama *i*.

(d) PRODUCTIVIDAD_i: Productividad de la rama *i*.

(e) Por falta de información este agregado se ha obtenido como media de Francia, Alemania, Italia, Bélgica y Austria.

de los deflatores, lo que resulta indicativo del crecimiento que están experimentando los márgenes empresariales en diversas ramas de servicios.

La evolución de estas variables en España comparte estas características, aunque se observan ritmos de aumento más elevados, tanto para los deflatores como para los CLU. Así, en el período 1980-1995, la tasa media anual de

Tasas medias de crecimiento anuales de deflatores y costes laborales unitarios de las ramas de servicios

	1981-1985		1986-1990		1991-1995		1996-1997	
	Deflactor	CLU	Deflactor	CLU	Deflactor	CLU	Deflactor	CLU
ESPAÑA:								
Manufacturas	11,3	7,6	4,5	5,9	3,1	3,6	2,1	3,1
Total servicios	12,2	10,9	7,6	7,8	6,5	5,7	3,1	2,3
Servicios no destinados a la venta	10,9	10,8	6,8	6,8	5,7	5,5	2,7	2,6
Servicios destinados a la venta	12,5	10,9	7,8	8,1	6,7	5,5	3,2	2,4
<i>Distribución</i>	12,3	9,0	7,5	7,7	6,3	4,9	...	...
<i>Hostelería</i>	17,6	11,2	11,9	7,8	7,8	5,8	...	...
<i>Transportes</i>	10,9	10,9	5,2	4,6	4,2	3,6	...	...
<i>Comunicaciones</i>	11,2	8,1	7,5	7,7	6,3	4,9	...	...
<i>Otros servicios-venta</i>	12,0	13,2	6,9	11,3	6,4	6,8	...	...
UE (a):								
Manufacturas	6,6	5,7	3,5	2,7	1,8	2,7	1,0	0,3
Total servicios	8,0	7,5	4,4	3,5	3,9	2,7	2,0	1,4
Servicios no destinados a la venta	7,7	7,4	4,9	4,7	3,6	2,9	2,9	2,8
Servicios destinados a la venta	8,1	7,6	4,2	3,0	4,0	2,8	1,7	0,8
<i>Distribución</i>	8,3	8,1	4,5	3,2	3,8	3,7	...	...
<i>Hostelería</i>	10,9	11,2	7,2	5,0	5,3	5,6	...	...
<i>Transportes</i>	7,5	7,5	2,8	1,6	2,6	1,3	...	...
<i>Comunicaciones</i>	4,8	2,7	-0,5	-1,6	2,0	-1,7	...	...
<i>Otros servicios-venta</i>	7,6	8,6	5,0	4,7	4,5	3,7	...	...
EEUU:								
Manufacturas	3,7	3,1	1,3	2,4	0,0	0,4	-2,8	-2,8
Servicios	6,2	5,4	4,3	4,3	3,1	2,8	1,8	1,9
Servicios no destinados a la venta	7,0	6,6	4,6	3,7	3,9	4,2	2,4	2,2
Servicios destinados a la venta	5,9	4,9	4,3	4,7	2,8	2,3	1,7	1,7
<i>Distribución</i>	2,5	1,4	2,9	3,4	1,7	0,8	...	...
<i>Hostelería</i>	4,9	3,0	3,3	3,9	2,5	0,5	...	...
<i>Transportes</i>	3,1	2,2	1,5	1,6	1,4	1,0	...	...
<i>Comunicaciones</i>	5,9	2,2	1,4	-0,3	1,5	2,3	...	...
<i>Otros servicios-venta</i>	6,7	7,4	5,0	8,4	3,3	4,8	...	...

Fuentes: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Agregado de la UE obtenido como media de los siguientes países: Francia, Alemania, Italia, Bélgica y Austria.

crecimiento del deflactor para el conjunto de la rama de servicios fue del 8,1 %, tres puntos por encima de la de la UE, y todas las ramas de servicios destinados a la venta han mantenido, a lo largo del período estudiado, un diferencial de inflación positivo con la UE y EEUU (16). No obstante, dicho diferencial se ha ido reduciendo notablemente, sobre todo a partir de la segunda mitad de los años ochenta (17), llegando incluso a cambiar de signo en los dos últimos años de la muestra para el caso de los servi-

cios no destinados a la venta. Con relación a los CLU, también se han observado ritmos de crecimiento superiores en la totalidad de las ramas analizadas, destacando, en particular, los diferenciales de crecimiento respecto a la UE de las comunicaciones y de los otros servicios destinados a la venta.

3. LOS RASGOS BÁSICOS DE LA RAMA DE SERVICIOS EN ESPAÑA

Del análisis realizado en el epígrafe precedente se desprende que la rama de servicios presenta en España las regularidades empíricas generalmente observadas en las economías avanzadas: una mayor inflación, un menor crecimiento de la productividad, una mayor

(16) Cabe destacar, por su importancia, el diferencial con la UE del deflactor de las comunicaciones, de casi seis puntos porcentuales en el promedio del período.

(17) Desafortunadamente, no se dispone de datos desagregados más allá de 1995, pero la desaceleración observada en el agregado de la rama durante 1996-1999, parece indicar que este comportamiento ha proseguido.

generación de empleo y, para el caso de los servicios no destinados a la venta, un comportamiento cíclico más suave que el del conjunto de la economía. También se concluye que la evolución del conjunto de la rama ha seguido en España pautas comunes a las de las principales economías de su entorno. Las diferencias observadas son, con la importante excepción del carácter anticíclico de la productividad, más de grado que de tendencia: en comparación con la UE, en España la productividad ha tenido un crecimiento menor en la mayor parte de las ramas de servicios, la generación de empleo ha sido mayor y los precios han experimentado una evolución más desfavorable. En este apartado se resumen estos aspectos en cinco rasgos básicos, a la vez que se intenta ofrecer una valoración de los mismos.

1. *La importancia relativa de la rama de servicios en España supera el 60 %, tanto con relación al PIB como al empleo total de la economía, y es equiparable a la del conjunto de países de la UE. En ambos casos se observa un aumento tendencial de la importancia de los servicios. Esta tendencia creciente y la brecha que aún se observa con relación al peso que los servicios suponen en la economía americana indican un potencial de crecimiento de la rama considerable, sobre todo en los servicios destinados a la venta (18).*

En la literatura económica se han dado varias explicaciones de este incremento sostenido de la participación de los servicios en la actividad económica global. Por el lado de la demanda, se argumenta que un mayor bienestar económico implica una creciente demanda de servicios. De este modo, servicios como los de educación y sanidad crecen notablemente cuando aumenta el nivel de vida y las tareas que se hacen tradicionalmente en los hogares pasan a demandarse fuera de ellos. El aumento de la participación femenina en el mercado de trabajo y el envejecimiento de la población han incrementado también la demanda de servicios (19). Por úl-

(18) Con relación a los servicios no destinados a la venta, se viene observando en los últimos años (aproximadamente desde 1993— una ligera reducción en el peso sobre el PIB en las tres áreas geográficas consideradas, que se explica, posiblemente, por los esfuerzos de consolidación fiscal llevados a cabo en dichas economías.

(19) A su vez, el crecimiento de buena parte de las actividades englobadas en los servicios (educación, sanidad, cuidados personales, etc.) incentiva la participación femenina en el mercado de trabajo.

GRÁFICO 5

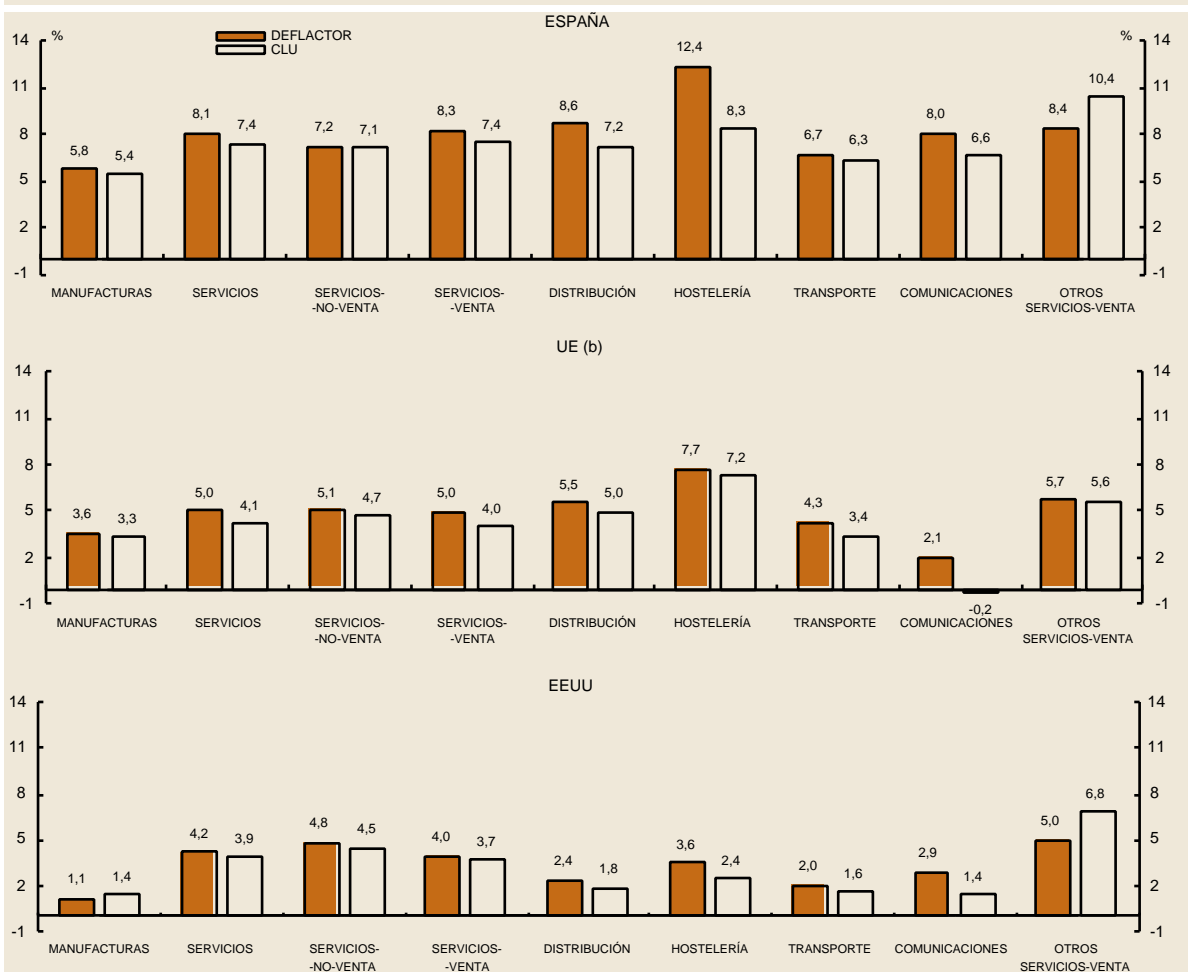
Relación cíclica entre la productividad aparente de los servicios destinados a la venta y el PIB
Desviaciones respecto de la tendencia (%) (a)



timo, hay que tener en cuenta la mayor demanda de servicios por parte de las empresas, al dejar de autoproveerse de un número creciente de los mismos para solicitarlos fuera de la propia empresa. Por el lado de la oferta cabe destacar los cambios tecnológicos y los procesos de desregulación que han tendido a crear nuevos servicios y a transformar la mayor parte de los ya existentes.

GRÁFICO 6

Deflatores y costes laborales unitarios de las ramas de servicios
Tasas medias de crecimiento 1980-1995 (a)



Fuente: Eurostat.

(a) 1980-1997 para los grandes agregados.

(b) Agregado de la UE obtenido como media de los siguientes países: Francia, Alemania, Italia, Bélgica y Austria.

2. La importancia relativa de la rama de servicios en España es similar a la de la UE, pero su composición presenta algunas diferencias.

Con relación a la importancia relativa de las distintas ramas de servicios destinados a la venta, se observan dos diferencias reseñables. La primera es la menor importancia relativa de la rama de otros servicios destinados a la venta en España, con una brecha de aproximadamente siete puntos porcentuales en su participación con relación al PIB. La segunda, es el mayor peso relativo de la rama de hostelería, que refleja la relevancia de la industria turística en nuestro país.

En efecto: a lo largo del período estudiado, el crecimiento de la rama de otros servicios destinados a la venta ha sido considerablemen-

te más alto en el conjunto de la UE, donde se ha producido una aproximación hacia los niveles de EEUU. Este rasgo diferencial es relevante, dado que esta rama incluye actividades muy influidas por los desarrollos tecnológicos ocurridos en las dos últimas décadas, y parece razonable suponer que dichos avances tecnológicos son los que han contribuido a su crecimiento en las economías más avanzadas, impulsando la expansión de actividades tales como servicios informáticos, servicios a empresas, etc. Desde este punto de vista, el menor crecimiento observado en España puede estar indicando un cierto retraso en el desarrollo de las nuevas tecnologías. Aunque hay que señalar que, en los años 1996-1998, estas actividades han experimentado en España un importante crecimiento del empleo, por lo que es de suponer que el aumento de su valor añadido ha podido ser, también, significativo.

3. *En España, la productividad aparente del trabajo ha mostrado, en el conjunto de la rama de servicios destinados a la venta, un crecimiento más moderado que los registrados en otras áreas geográficas.*

Los datos analizados en secciones anteriores ponen de manifiesto el menor ritmo de crecimiento de la productividad en las actividades de servicios en España, dentro de una tendencia compartida de incrementos reducidos en las tres áreas geográficas consideradas, si bien, en general, la tasa de creación de empleo ha sido superior en la economía española. A un nivel más desagregado, los menores incrementos en la productividad se dan en las dos actividades con mayor peso en el PIB: distribución y otros servicios destinados a la venta.

Las razones que ofrece la literatura económica para explicar el reducido crecimiento de la productividad en los servicios son diversas. Entre ellas, cabe destacar, además de aquellas que lo atribuyen a problemas de medición, la teoría desarrollada por Baumol (20), que establece que la mayor parte de las innovaciones tecnológicas se incorporan al factor capital, factor productivo que se utiliza de forma menos intensiva en la rama de servicios. Por ello, una misma perturbación tecnológica tendrá efectos más rápidos y más intensos, tanto en la productividad total de los factores como en la del trabajo, para la rama de manufacturas. Para matizar esta afirmación, algunos autores, entre ellos el propio Baumol, señalan que ciertas actividades de servicios, como las de comunicaciones, transporte y algunos servicios a empresas, muestran crecimientos de la productividad total de los factores superiores a los de la industria. Al mismo tiempo, los desarrollos tecnológicos de los últimos años están produciendo cambios importantes en la estructura productiva de buena parte de los servicios, incluidos los personales, con crecimientos significativos de la relación capital-trabajo, lo que invalidaría esta hipótesis para un número creciente de las actividades englobadas en la rama.

Otra explicación, complementaria de la anterior, se basa en el menor grado de competencia de esta rama productiva como consecuencia de la existencia de barreras de entrada, de elementos de monopolio local en algunos servicios, de actividades altamente reguladas, de monopolios estatales, etc. Esta falta de competencia puede reducir los incentivos para innovar y facilitar la apropiación de rentas por parte de los gestores y trabajadores, lo que puede dar lugar a crecimientos comparativamente más bajos de la pro-

(20) Véase Baumol (1967, 1985).

ductividad (21). Por último, hay que mencionar, como factor explicativo adicional, la estructura organizativa de la rama, que presenta en España un elevado grado de atomización —muy superior a la de las manufacturas—. En este contexto, la posible existencia de economías de escala y las mayores dificultades de las pequeñas empresas para financiar innovaciones pueden justificar que la productividad del conjunto de la rama sea comparativamente más baja.

Los datos agregados utilizados en este trabajo no son suficientes para contrastar las hipótesis explicativas señaladas. En este sentido, estudios de índole microeconómica que utilicen datos de empresas individuales pueden ser mucho más enriquecedores en cuanto al papel que desempeñan la competencia, la estructura organizativa, la forma de financiación o la naturaleza de la rama como determinantes de la evolución y del nivel de productividad observados.

4. *Con relación al ciclo económico, la economía española presenta dos rasgos diferenciales: la mayor variabilidad del empleo y el carácter anticíclico de la productividad. Por otra parte, cabe señalar que, en las tres economías analizadas, solo la rama de servicios no destinados a la venta parece contribuir a la suavización del ciclo económico.*

Los resultados obtenidos en relación con la mayor variabilidad del empleo y con el comportamiento anticíclico de la productividad en España vienen a confirmar los alcanzados en estudios anteriores (22). Sobre este último punto, la literatura económica postula que ante perturbaciones de índole tecnológico, la productividad del trabajo presenta un carácter procíclico, mientras que, ante perturbaciones de demanda, su relación con el ciclo depende del proceso de ajuste del factor trabajo, resultando un comportamiento anticíclico de la productividad si el ajuste, en una fase expansiva, se realiza mediante la contratación de nueva mano de obra (23).

Desde este punto de vista, el carácter anticíclico de la productividad de la mayor parte

(21) Véanse, por ejemplo, Nickell *et al.* (1992), Pellegrini (1995) y Baily (1991).

(22) Por ejemplo, Hernando y Vallés (1992), Dolado, Sebastián y Vallés (1993) y Cuadrado(1999).

(23) Alternativamente, si en dicha fase expansiva la contratación de mano de obra adicional resulta costosa (por los elevados costes de formación de trabajadores nuevos o porque en períodos de recesión no se dispone de la flexibilidad necesaria para llevar a cabo despidos), las empresas tenderán a utilizar el empleo existente de una forma más intensiva, lo que se puede reflejar en crecimiento más bajos de la productividad si el trabajo no se mide con precisión.

de las ramas de servicios en España parece indicar un predominio de las perturbaciones de demanda frente a las de índole tecnológico, y una mayor facilidad por parte de las empresas para realizar los ajustes de empleo mediante la contratación temporal, como demuestra una *ratio* de temporalidad apreciablemente mayor que en el conjunto de la UE (del 32,8 % y del 11,3 % en España y la UE, respectivamente, en 1999). Esta mayor utilización del empleo temporal puede explicar asimismo la variabilidad más acusada que muestra en España.

5. *Todas las ramas de servicios, con la excepción de la de comunicaciones en la UE, han mostrado un comportamiento más inflacionista que la industria. En España el comportamiento de los precios de los servicios ha sido aún más desfavorable.*

Las posibles explicaciones del comportamiento más inflacionista de la rama de servicios son, de nuevo, diversas (24), sin que ninguna de ellas pueda justificar plenamente dicho comportamiento. Así, se ha esgrimido la hipótesis de Balassa Samuelson, que sostiene que, en los países inmersos en un proceso de convergencia real, la rama de bienes comercializables (manufacturas) experimenta incrementos en la productividad que determinan elevaciones de los salarios reales. Estas últimas se trasladan a la rama de bienes no comercializables (servicios, donde, al no registrarse esas ganancias de productividad, se produce un aumento de los precios y un diferencial de inflación con las manufacturas. Esta hipótesis no parece explicar el diferencial de inflación entre servicios y manufacturas que se observa con generalidad en las economías más avanzadas, puesto que, en la mayoría de los casos, estas no están inmersas en un proceso de convergencia. Tampoco justifica plenamente la experiencia española de los últimos años, ya que, como se ha visto, el crecimiento de la productividad en las manufacturas ha sido muy modesto e inferior al de otros países de la UE y el aumento de los CLU en la mayor parte de los servicios destinados a la venta ha sido menor que el del deflactor (25).

(24) Además de las razones que se señalan en este párrafo, hay que mencionar la cuantificación incorrecta de la variación de precios en servicios, como consecuencia de la dificultad de medir, adecuadamente, los cambios en la calidad. No parece, sin embargo, que este argumento pueda explicar tasas de variación de los precios de los servicios persistentemente más altas para prácticamente todas las ramas.

(25) Para una explicación más detallada, véase Alberola (2000).

También se ha argumentado que la inflación de los servicios es más elevada porque este tipo de actividades se enfrenta a una demanda creciente. Esta razón explicativa debe también matizarse, dado que si bien se observa una relación positiva entre presión de la demanda e inflación en determinados períodos, esta relación presenta un elevado grado de irregularidad y de asimetría, lo que podría estar reflejando una insuficiente flexibilidad y grado de competencia en los mercados de bienes y factores. Los datos utilizados en este trabajo no permiten contrastar esta hipótesis, aunque señalan algunas características que apuntan en esta dirección: el mayor crecimiento de los precios frente al de los CLU para buena parte de las ramas de los servicios destinados a la venta y el crecimiento más elevado de los CLU en las ramas de servicios que en la industria. De nuevo, serían necesarios datos microeconómicos para poder contrastar esta hipótesis.

Con todo, de los resultados obtenidos en este trabajo es posible avanzar la necesidad de incrementar la competencia en algunas ramas de servicios, para mitigar la desfavorable evolución de la rama, tanto en términos de productividad como de inflación. Para ello es necesario instrumentar reformas estructurales dirigidas a fomentar la competencia mediante una regulación que flexibilice los mercados, y la adopción de medidas encaminadas a incentivar la inversión en procesos innovadores. Esto es especialmente relevante en un período en el que el rápido desarrollo de las nuevas tecnologías y de los medios de comunicación afecta de manera muy intensa a ramas como las de comunicaciones, servicios a empresas y distribución. En un contexto de globalización creciente, estos desarrollos pueden cambiar el carácter no comercializable de numerosos servicios, de forma que en aquellas economías en las que una regulación rígida suponga trabas al juego competitivo en la provisión de los mismos por parte de las empresas nacionales, se producirá, además, un deterioro de la competitividad.

13.6.2000.

BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E. (2000). «La interpretación de los diferenciales de inflación en la Unión Monetaria», Banco de España, *Boletín económico*, abril.
- BAILY, M. N. (1991). «Competition, Regulation and Efficiency in Service Industries», *Brooking Papers: Microeconomics* nº 2, pp. 71-159.
- BAUMOL, J. (1967). «Macroeconomics of Unbalanced Growth: The anatomy of Urban Crisis», *American Economic Review*, vol. LXII, nº 3, pp. 415-426.
- BAUMOL, W. J. (1985). «Productivity Policy and the Service Sector», en *Managing the Service Economy: Prospects and Problems*, Robert P. Inman (ed.), New York, Cambridge University Press, pp. 301-317.

- CUADRADO, J. R. (1999). *El sector servicios y el empleo en España. Evolución reciente y perspectivas de futuro*, Madrid, Fundación BBV.
- DOLADO J. J., M. SEBASTIÁN y J. VALLÉS (1993). *Cyclical Patterns of Spanish Economy*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 9324.
- GORDON, R. J. (1996). *Problems in the Measurement and Performance of service(sector productivity in the United States*, NEBR Working Papers nº 5519.
- GRILICHES, Z. (ed.) (1992). *Output Measurement in the Service Sector*, Chicago, University of Chicago Press.
- HERNANDO I. y J. VALLÉS (1993). *Productividad sectorial: comportamiento cíclico en la economía española*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 9323.
- MACLEAN D. (1997). *Lagging Productivity Growth in the Service Sector: Mismeasurement, mismanagement or Misinformation?*, Working Paper 97-6, Banco de Canadá.
- NICKELL, S. S. WADHWANI y M. WALL (1992). «Productivity Growth in U.K. Companies, 1975-1986», *European Economic Review*, vol. 36, nº 5, pp. 1055-1085.
- PELLEGRINI, G. (1995). «The Productivity Differential Between Manufacturing and Services in Italy: Technical Progress or Competition Deficit?», en *The Service Sector: Productivity and Growth*, E. FELLI, F. C. ROSATTI y G. TRIA (eds.), Heidelberg Physica-Verlag.
- SICHEL, D. E. (1997). «The Productivity Slowdown: Is a Growing Unmeasurable Sector the Culprit?». *Review of Economics and Statistics*, vol. 79, nº 3, pp. 367-371.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

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

Situación al día 31 de mayo de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
GRANDES BANCOS					
BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA.....	6,25	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>	<i>5,50</i>	<i>33,18</i>	<i>29,00</i>	<i>32,53</i>	<i>29,00</i>
RESTO BANCA NACIONAL					
ALBACETE	—	—	—	—	—
ALCALÁ	7,71	33,18	—	33,18	—
ALICANTE	6,25	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
BANKINTER	3,75	23,88	22,00	23,88	22,00
BARCELONA.....	—	—	—	—	—
BBV BANCO DE FINANCIACIÓN	—	—	—	—	—
BBV PRIVANZA BANCO	7,50	18,12	17,00	18,12	17,00
BSN BANIF	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
CASTILLA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
CATALANA	6,25	33,18	29,00	32,31	29,00
COMERCIO.....	6,25	33,18	29,00	32,31	29,00
CONDAL.....	4,50	10,47	10,00	10,47	10,00
COOPERATIVO ESPAÑOL	5,50	19,25	18,00	19,25	18,00
CRÉDIT LYONNAIS ESPAÑA.....	4,25	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	6,75	32,31	29,00	32,31	29,00
GALICIA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
GALLEGO	4,50	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
MAPFRE.....	4,50	10,62	—	10,62	—

(Continuación) 2
Situación al día 31 de mayo 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.....	—	8,67	8,34	8,67	8,34
PASTOR.....	4,75	21,34	19,50	31,08	28,00
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA.....	5,00	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 CENTRAL HISPANO INVESTMENT..	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
UNOE BANK.....	—	—	—	—	—
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>	<i>5,66</i>	<i>25,23</i>	<i>23,99</i>	<i>25,55</i>	<i>23,75</i>
BANCA EXTRANJERA					
A/S JYSKE BANK, S.E.....	—	—	—	—	—
A.B.N. AMRO BANK N.V., S.E.....	4,52	10,62	—	10,62	—
AMÉRICA.....	3,00	12,62	12,06	12,62	12,06
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.....	5,65	—	—	—	—
BARCLAYS BANK.....	4,75	10,62	—	32,31	—
BARCLAYS BANK PLC, S.E.....	4,50	10,62	—	32,31	—
BPI, S.E.....	5,09	7,97	7,75	7,97	7,75
BRASIL, S.E.....	7,00	12,50	—	—	(3,00)
BRUXELLES LAMBERT, S.E.....	7,19	10,38	10,00	10,38	10,00
C. R. C. A. M. PYRENEES-GASCOGNE, S.E....	—	—	—	—	—
C. R. C. A. M. SUD MEDITERRANÉE, S.E.....	—	—	—	20,31	—
CARIPLO S.P.A., S.E.....	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)

(Continuación) 3
Situación al día 31 de mayo de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
CITIBANK N.A., S.E.....	9,75	20,00	—	20,00	—
COMMERCIALE ITALIANA, S.E.	6,00	10,62	—	—	(3,00)
COMMERZBANK A.G., S.E.	2,80	13,65	13,00	13,65	13,00
CRÉDIT AGRICOLE INDOSUEZ, S.E.	—	10,62	10,36	10,62	10,36
CRÉDIT COMMERCIAL FRANCE, S.E.	5,25	13,65	13,00	(5,35)	(5,25)
CRÉDIT LYONNAIS, S.E.....	5,00	21,55	20,00	21,55	20,00
CRÉDIT SUISSE, S.E.	4,21	8,75	—	8,75	—
DE LAGE LANDEN INT. B.V., S.E.	—	—	—	—	—
DEUTSCHE BANK.....	4,50	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.....	3,95	10,62	10,10	10,62	10,10
ESPIRITO SANTO.....	4,50	32,31	29,00	—	—
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
EUROHYPO A.G., S.E.....	—	—	—	—	—
EXTREMADURA.....	5,00	28,65	26,00	28,65	26,00
FCE BANK PLC, S.E.....	5,71	10,62	—	5,71	—
FIMAT INTERN. BANQUE, S.E.	—	—	—	—	—
FIMESTIC.....	—	—	—	—	—
FRANFINANCE, S.E.....	—	—	—	—	—
FORTIS BANK, S.E.	3,50	15,56	15,00	—	(3,00)
GENERAL ELECTRIC CAPITAL BANK.....	9,75	—	—	22,50	—
HALIFAX HISPANIA.....	—	10,62	—	—	—
HSBC BANK PLC, S.E.	4,58	10,57	10,30	(3,00)	(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.....	4,25	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.....	5,10	9,35	9,00	9,55	9,35
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)
PORTUGUES DE INVESTIMENTO, S.E.....	—	—	—	—	—
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.....	5,00	10,62	—	—	(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.	3,75	24,32	—	(2,02)	—
URQUIJO.....	3,75	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>	4,98	16,96	16,76	19,42	18,25
TOTAL					
<i>Media simple</i>	5,32	21,59	21,16	23,54	22,42

(Continuación) 4
Situación al día 31 de mayo de 2000

CAJAS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ASTURIAS.....	5,00	24,98	22,00	23,88	22,00
ÁVILA.....	5,50	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.....	4,25	23,21	—	(6,14)	—
EXTREMADURA.....	4,07	10,60	10,20	10,60	10,20
GALICIA.....	4,50	29,97	26,50	29,97	26,50
GIRONA.....	4,00	18,75	—	18,75	—
GIPUZKOA Y SAN SEBASTIÁN.....	5,50	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.....	5,00	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA.....	5,00	18,75	17,56	—	(6,00)
NAVARRA.....	5,00	18,27	17,50	18,68	17,50
ONTINYENT.....	5,88	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.....	4,25	13,75	—	13,75	—
SAN FERNANDO, SEVILLA Y JEREZ.....	7,25	22,50	—	—	(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.....	4,44	14,93	—	14,93	—
UNICAJA.....	5,00	27,44	25,00	27,44	25,00
VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE.....	3,27	28,07	25,00	28,07	25,00
VIGO E OURENSE.....	4,50	22,50	21,35	22,50	20,81
VITORIA Y ÁLAVA.....	5,75	18,74	17,94	18,74	17,55
ZARAGOZA, ARAGÓN Y RIOJA-IBERCAJA.....	5,87	10,62	—	24,00	—
TOTAL					
<i>Media simple</i>	5,03	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.

CIRCULARES Y CIRCULARES MONETARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACIÓN EN EL «BOE»
3/2000, de 31 de mayo	Adaptación de las normas generales de funcionamiento del Servicio de Liquidación del Banco de España y de la Central de Anotaciones del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones a la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores.	12 de junio de 2000

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 20 de mayo y el 20 de junio de 2000

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
BANCOS			
0035	BBV PRIVANZA BANCO, S.A.	29.05.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BBVA PRIVANZA BANCO, S.A.
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO			
8309	VOLVO CAR FINANCE ESPAÑA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	29.05.2000	BAJA POR CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS A FCE BANK PLC S.E. (0218).
8810	AMERICAN EXPRESS ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	05.06.2000	ALTA PROVISIONAL CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE FRANCISCO GERVÁS, 10.- 28020 MADRID.
8753	PROFIN, SOCIEDAD ANÓNIMA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	16.06.2000	BAJA POR DISOLUCIÓN.
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS			
1469	BANCO SYGMA HISPANIA, SUCURSAL EN ESPAÑA	26.05.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE CASTELLÓ, 23 (PL. 4).- 28001 MADRID.
1463	BANQUE PSA FINANCE HOLDING, SUCURSAL EN ESPAÑA	13.06.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BANQUE PSA FINANCE, SUCURSAL EN ESPAÑA.

<i>Nombre</i>	<i>Fecha recepción comunicación</i>	<i>Concepto</i>
ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (ART. 20, 2ª DIR. DE COORDINACIÓN BANCARIA 89/646/CEE)		
ALLGEMEINE HYPOTHEKENBANK AG	26.04.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ALEMANIA.
COMMERZBANK INTERNATIONAL (IRELAND)	22.05.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: IRLANDA.
WGZ-BANK IRELAND PLC LIMITED	16.06.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: IRLANDA.

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
OFICINAS DE REPRESENTACIÓN EN ESPAÑA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS			
1170	AMERICAN EXPRESS BANK, LTD.	25.05.2000	CAMBIO DE DOMICILIO A PLAZA DE LAS CORTES, 2.- 28014 MADRID.
1251	IHAG HANDELSBANK ZÜRICH	15.06.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN POR PRIVATBANK IHAG ZÜRICH.
ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS			
1724	MONEY GRAM SPAIN, S.A.	22.05.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE ALCALÁ, 80 (PL. 2 - IZDA).- 28009 MADRID.
1725	LATINOENVÍOS, SOCIEDAD ANÓNIMA	26.05.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE OSA MAYOR, 85 (BAJO).- 28023 ARAVACA (MADRID).

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 20 de mayo y el 20 de junio de 2000 (continuación)

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS (continuación)			
1726	UNIVERSAL DE ENVÍOS, S.A.	26.05.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE LOS ARTISTAS, 5.- 28020 MADRID.
1727	OFICINA DE REMESAS Y SERVICIOS AFINES, S.A.	26.05.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE DOCTOR SANTERO, 4.- 28039 MADRID.
1728	ASSARF CHAABI, S.A.	26.05.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN ESTACIÓN MARÍTIMA, LOCAL 18.- 11207 ALGECIRAS (CÁDIZ).
1729	CAMBIOS SOL, S.A.	19.06.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE CEDACEROS, 3.- 28014 MADRID.
1730	CHANGEPOINT, S.A.	19.06.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN PLAZA CALLAO, 4.- 28013 MADRID.
1731	DILO EXPRESS, S.A.	19.06.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE VIRGEN DEL SAGRARIO, 3.- 28027 MADRID.
SOCIEDADES DE TASACIÓN			
4348	TASACIONES Y VALORACIONES ASTURIANAS, S.A.	22.05.2000	BAJA POR RENUNCIA.
4458	I-V TASACIONES, S.A.	15.06.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR EUROVALORACIONES, S.A. (4388).

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 23 de diciembre de 1999 y el 20 de junio de 2000

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
BANCOS			
0141	BANQUE INDOSUEZ ESPAÑA, S.A.	05.01.2000	BAJA POR CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS A CRÉDIT AGRICOLE INDOSUEZ, S.E. (0154).
0227	UNOE BANK, S.A.	18.01.2000	ALTA PROVISIONAL CON DOMICILIO SOCIAL EN PASEO RECOLETOS, 10.- 28001 MADRID.
1302	ARGENTARIA, CAJA POSTAL Y BANCO HIPOTECARIO, S.A.	02.02.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR BANCO BILBAO VIZCAYA, S.A. (0182).
0182	BANCO BILBAO VIZCAYA, S.A.	02.02.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.
0182	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	02.02.2000	ALTA SERVICIO DE TASACIÓN.
0227	UNOE BANK, S.A.	08.02.2000	INSCRIPCIÓN DEFINITIVA.
0077	BANCO DE BARCELONA, S.A.	08.03.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A GRAN VÍA D. DIEGO LÓPEZ DE HARO, 1.- 48001 BILBAO.
0036	BANCO SANTANDER DE NEGOCIOS, S.A.	27.03.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR SANTANDER CENTRAL HISPANO INVESTMENT, S.A.
0036	SANTANDER CENTRAL HISPANO INVESTMENT, S.A.	27.03.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A PLAZA DE CANALEJAS, 1.- 28014 MADRID.
0086	BANCO BANIF, BANQUEROS PERSONALES, S.A.	27.03.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BANCO BSN BANIF, S.A.
0086	BANCO BSN BANIF, S.A.	27.03.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A PASEO DE LA CASTELLANA, 24.- 28046 MADRID.
0228	BANCO CDC URQUIJO, S.A.	04.04.2000	ALTA PROVISIONAL CON DOMICILIO SOCIAL EN AVENIDA ZAMENHOF, 22 (PL. 1, EDIF. TRÉBOL).- 28027 MADRID.
0228	BANCO CDC URQUIJO, S.A.	13.04.2000	INSCRIPCIÓN DEFINITIVA.
0223	BANCA BARCELONESA DE FINANCIACIÓN, S.A.	05.05.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR GENERAL ELECTRIC CAPITAL BANK, S.A.
0056	BANCA JOVER, S.A.	11.05.2000	BAJA POR CESIÓN GLOBAL DEL ACTIVO Y PASIVO A CAJA DE AHORROS Y M. P. DE MADRID (2038).
0035	BBV PRIVANZA BANCO, S.A.	29.05.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BBVA PRIVANZA BANCO, S.A.
CAJAS DE AHORROS			
2053	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE PAMPLONA	25.01.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR CAJA DE AHORROS DE NAVARRA (2054).
2054	CAJA DE AHORROS DE NAVARRA	25.01.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE NAVARRA.
2054	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE NAVARRA	25.01.2000	ALTA SERVICIO DE TASACIÓN.
2052	CAJA INSULAR DE AHORROS DE CANARIAS	26.01.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE TRIANA, 20.- 35002 LAS PALMAS DE GRAN CANARIA.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 23 de diciembre de 1999 y el 20 de junio de 2000 (continuación)

Código	Nombre	Fecha	Concepto
COOPERATIVAS DE CRÉDITO			
3138	CAJA RURAL DE BETXI, COOPERATIVA CRÉDITO VALENCIANA	07.01.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR CAJA RURAL DE BETXI, S. COOP. DE CRÉDITO V.
3138	CAJA RURAL DE BETXI, S. COOP. DE CRÉDITO V.	07.01.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A PLAZA MAYOR, 2.- 12549 BETXI (CASTELLÓN).
3129	CAIXA RURAL SEGRE-CINCA, SDAD. COOP. CATALANA CTO. LTDA.	10.01.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR CAJA R. DE HUESCA, S.C.C. (3066).
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO			
8910	BANESTO FACTORING, S.A., ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	07.01.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A GRAN VÍA DE HORTALEZA, 3.- 28043 MADRID.
4757	BANSANDER DE LEASING, S.A. ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	21.01.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BSCH LEASING, S.A. ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO.
4805	SANPAOLO EIVILEASING, S.A., ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	25.01.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR LICO LEASING, S.A., E.F.C. (4713).
8307	VOLKSWAGEN FINANCE S.A., ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	01.02.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A AVENIDA DE BRUSELAS, 34.- 28108 ALCOBENDAS (MADRID).
4797	SANTANDER DE LEASING, S.A. ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	08.02.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BSCH MULTILEASE, S.A. ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO.
8906	SANTANDER DE FACTORING, S.A. ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	15.02.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BSCH FACTORING Y CONFIRMING, S.A. ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO.
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).
4819	CANTABRIA GESTIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS, S.A., E.F.C.	04.04.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BANCANTABRIA INVERSIONES, S.A., E.F.C.
8801	GESTIÓN DE TARJETAS, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	08.05.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR HISPAMER SERVICIOS FINANCIEROS, E.F.C., S.A. (8236).
8309	VOLVO CAR FINANCE ESPAÑA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	29.05.2000	BAJA POR CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS A FCE BANK PLC S.E. (0218).
8810	AMERICAN EXPRESS ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	05.06.2000	ALTA PROVISIONAL CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE FRANCISCO GERVÁS, 10.- 28020 MADRID.
8753	PROFIN, SOCIEDAD ANÓNIMA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	16.06.2000	BAJA POR DISOLUCIÓN.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 23 de diciembre de 1999 y el 20 de junio de 2000 (continuación)

Código	Nombre	Fecha	Concepto
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS			
1462	AVCO TRUST PLC., SUCURSAL EN ESPAÑA	11.01.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR ASSOCIATES CAPITAL CORPORATION, PLC. SUCURSAL EN ESPAÑA.
1470	BANCO PORTUGUÉS DE INVERSIÓN, S.A. SUCURSAL EN ESPAÑA	12.01.2000	INSCRIPCIÓN DEFINITIVA. PAÍS DE ORIGEN: PORTUGAL.
1471	ROYAL BANK OF CANADA EUROPE LIMITED, SUCURSAL EN ESPAÑA	14.01.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE MARQUÉS DE LA ENSENADA, 4 (PL. 2).- 28004 MADRID. PAÍS DE ORIGEN: REINO UNIDO.
0197	BANCO ESPIRITO SANTO E COMERCIAL DE LISBOA, SUCURSAL EN ESPAÑA	18.01.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BANCO ESPIRITO SANTO S.A. SUCURSAL EN ESPAÑA.
1472	UCABAIL, SUCURSAL EN ESPAÑA	03.02.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE CONCHA ESPINA, 63.- 28016 MADRID. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
1469	BANCO SYGMA HISPANIA, SUCURSAL EN ESPAÑA	26.05.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE CASTELLÓ, 23 (PL. 4).- 28001 MADRID.
1463	BANQUE PSA FINANCE HOLDING, SUCURSAL EN ESPAÑA	13.06.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BANQUE PSA FINANCE, SUCURSAL EN ESPAÑA.
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS EXTRACOMUNITARIAS			
0178	ROYAL BANK OF CANADA, SUCURSAL EN ESPAÑA	14.01.2000	BAJA POR CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS A ROYAL BANK OF CANADA EUROPE LIMITED, S.E. (1471).

Nombre	Fecha recepción comunicación	Concepto
ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (ART. 20, 2ª DIR. DE COORDINACIÓN BANCARIA 89/646/CEE)		
CIBC WOOD GUNDY PLC	07.12.1999	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR CIBC WORLD MARKETS PLC.
CITIBANK BELGIUM	21.12.1999	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: BÉLGICA.
BANQUE BRUXELLES LAMBERT FRANCE (BBL FRANCE)	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
BANQUE D'ORSAY	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
CAISSE CENTRALE DE CRÉDIT COOPERATIF	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
BANQUE MARTIN MAUREL	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
ODDO FINANCE	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
CYRIL FINANCE	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
BANQUE SANPAOLO - VEUVE MORIN-PONS	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 23 de diciembre de 1999 y el 20 de junio de 2000 (continuación)

<i>Nombre</i>	<i>Fecha recepción comunicación</i>	<i>Concepto</i>
ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (ART. 20, 2ª DIR. DE COORDINACIÓN BANCARIA 89/646/CEE) (continuación)		
BANQUE PARISIENNE DE CRÉDIT	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
BANQUE DU DÔME – CREDIFRANCE FACTOR	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
BANQUE VERNES	03.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
BANQUE COLBERT (LUXEMBOURG) S.A.	07.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: LUXEMBURGO.
BANCA COMMERCIALE ITALIANA (FRANCE) S.A.	11.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
COMDIRECT BANK AG	19.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ALEMANIA.
SAL. OPPENHEIM JR. & CIE. LUXEMBOURG S.A.	19.01.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: LUXEMBURGO.
COMPAGNIE GÉNÉRALE D'AFFACTURAGE	02.02.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
ALLIANCE & LEICESTER GROUP TREASURY PLC	07.02.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: REINO UNIDO.
GOLDMAN, SACHS & CO. OHG	15.02.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ALEMANIA.
LLOYDS TSB BANK PLC	18.02.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: REINO UNIDO.
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.
JP MORGAN & CIE SA	30.03.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
ZEBANK	10.04.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
LGT BANK IN LIECHTENSTEIN (IRELAND) LIMITED	12.04.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: IRLANDA.
MARKS & SPENCER FINANCIAL SERVICES LTD (MSFS)	12.04.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: REINO UNIDO.
BANK FOR EUROPE LTD.	13.04.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: LUXEMBURGO.
ALLGEMEINE HYPOTHEKENBANK AG	26.04.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ALEMANIA.
COMMERZBANK INTERNATIONAL(IRELAND)	22.05.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: IRLANDA.
WGZ-BANK IRELAND PLC LIMITED	12.04.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: IRLANDA.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 23 de diciembre de 1999 y el 20 de junio de 2000 (continuación)

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
OFICINAS DE REPRESENTACIÓN EN ESPAÑA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS			
1112	UBS AG	04.01.2000	BAJA POR CIERRE.
1109	FIRST INTERSTATE BANK OF CALIFORNIA	05.01.2000	BAJA POR CIERRE.
1167	BANQUE WORMS	05.01.2000	BAJA POR CIERRE.
1177	COMPAGNIE FINANCIÈRE DE CIC ET DE L'UNION EUROPÉENNE	25.01.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN POR CRÉDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL.
1144	FORTIS BANK, S.A.	10.02.2000	BAJA POR CIERRE.
1200	ASLK-CGER BANK	10.02.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN POR FORTIS BANK, S.A.
1200	FORTIS BANK, S.A.	10.02.2000	CAMBIO DE DOMICILIO A PLAZA URQUINAONA, 9 (ENTRESUELO).- 08010 BARCELONA.
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.
1243	DEUTSCHE PFANDBRIEF-UND HIPOTHEKENBANK A.G.	13.04.2000	BAJA POR CIERRE.
1137	BANQUE CENTRALE POPULAIRE	08.05.2000	CAMBIO DE DOMICILIO A CALLE VELÁZQUEZ, 34 (PL. 1).- 28001 MADRID.
1170	AMERICAN EXPRESS BANK, LTD.	25.05.2000	CAMBIO DE DOMICILIO A PLAZA DE LAS CORTES, 2.- 28014 MADRID.
1251	IHAG HANDELSBANK ZÜRICH	15.06.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN POR PRIVATBANK IHAG ZÜRICH.
ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS			
1709	ANROGA, S.A.	23.12.1999	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN GRAN VÍA, 46.- 28013 MADRID.
1710	AMERICAN EXPRESS FOREIGN EXCHANGE, S.A.	27.12.1999	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE FRANCISCO GERVÁS, 10.- 28020 MADRID.
1711	JET PERÚ MONEY TRANSFER, S.A.	27.12.1999	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE VELÁZQUEZ, 55.- 28001 MADRID.
1712	COMPAÑÍA INTERNACIONAL DE SERVICIOS DE MONEDA EXTRANJERA, S.A.	09.02.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE APODACA, 18 (BAJO).- 28004 MADRID.
1713	FOREIGN EXCHANGE COMPANY DE ESPAÑA, S.A.	09.02.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN GRAN VÍA, 61.- 28013 MADRID.
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	MACCORN EXACT CHANGE, S.A.	21.03.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE ORENSE, 6.- 28020 MADRID.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 23 de diciembre de 1999 y el 20 de junio de 2000 (continuación)

Código	Nombre	Fecha	Concepto
ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS (continuación)			
1717	CHANGE EXPRESS CATALUNYA, S.A.	21.03.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN LA RAMBLA, 45 (BAJOS).- 08002 BARCELONA.
1718	SOUTH EXCHANGE, MONEY TRANSFERS, ESPAÑA, S.A.	27.03.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE RÍOS ROSAS, 42 (PL. 4 A).- 28003 MADRID.
1719	QUICK CHANGE, SOCIEDAD ANÓNIMA	07.04.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN PLAZA ALFÉRECES PROVISIONALES (EDIF. TARAJAL, AP. 404).- 38003 SANTA CRUZ DE TENERIFE.
1722	WORLD CURRENCY, SOCIEDAD ANÓNIMA	07.04.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN AVENIDA DE LA CONSTITUCIÓN, 30.- 41001 SEVILLA.
1720	UNITED EUROPHIL, S.A.	12.04.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE ALFONSO XII, 58 (BAJO).- 28014 MADRID.
1721	FILIPINO EXPRESS, SOCIEDAD ANÓNIMA	12.04.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN PASEO DE LA CASTELLANA, 210 (PL. 4 - 7).- 28046 MADRID.
1723	CHANGE CENTER, SOCIEDAD ANÓNIMA	12.05.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE ESPAÑA, PARCELA 63 (URB. TORREQUEBRADA).- 29630 BENALMÁDENA-COSTA (MÁLAGA).
1724	MONEY GRAM SPAIN, S.A.	22.05.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE ALCALÁ, 80 (PL. 2 - IZDA).- 28009 MADRID.
1725	LATINOENVÍOS, SOCIEDAD ANÓNIMA	26.05.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE OSA MAYOR, 85 (BAJO).- 28023 ARAVACA (MADRID).
1726	UNIVERSAL DE ENVÍOS, S.A.	26.05.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE LOS ARTISTAS, 5.- 28020 MADRID.
1727	OFICINA DE REMESAS Y SERVICIOS AFINES, S.A.	26.05.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE DOCTOR SANTERO, 4.- 28039 MADRID.
1728	ASSARF CHAABI, S.A.	26.05.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN ESTACIÓN MARÍTIMA, LOCAL 18.- 11207 ALGECIRAS (CÁDIZ).
1729	CAMBIOS SOL, S.A.	19.06.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE CEDACEROS, 3.- 28014 MADRID.
1730	CHANGEPOINT, S.A.	19.06.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN PLAZA CALLAO, 4.- 28013 MADRID.
1731	DILO EXPRESS, S.A.	19.06.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE VIRGEN DEL SAGRARIO, 3.- 28027 MADRID.
SOCIEDADES DE TASACIÓN			
4476	VALORACIONES TOLEDO, SOCIEDAD ANÓNIMA	19.01.2000	BAJA POR RENUNCIA.
4361	TASACIONES Y PRESUPUESTOS, S.A.	26.01.2000	BAJA POR DISOLUCIÓN.
4450	GALTIER FRANCO IBÉRICA, S.A.	07.03.2000	BAJA POR RENUNCIA.
4354	SPANIA TASACIONES, S.A.	09.03.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR COMPAÑÍA HISPANA DE TASACIONES, S.A. (4368).

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 23 de diciembre de 1999 y el 20 de junio de 2000 (continuación)

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
SOCIEDADES DE TASACIÓN (continuación)			
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.
4348	TASACIONES Y VALORACIONES ASTURIANAS, S.A.	22.05.2000	BAJA POR RENUNCIA.
4458	I-V TASACIONES, S.A.	15.06.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR EUROVALORACIONES, S.A. (4388).

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales
Variaciones producidas entre el 20 de mayo y el 20 de junio de 2000

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Concepto</i>
BANCOS		
0208	CRÉDIT LYONNAIS ESPAÑA, S.A.	CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS		
0144	PARIBAS, SUCURSAL EN ESPAÑA	CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS.
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO		
8808	ABACA CRÉDITO Y FINANCIACIÓN, E.F.C., S.A.	TRANSFORMACIÓN EN BANCO.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Entidades pendientes de baja en Registros Oficiales
Variaciones producidas entre el 23 de diciembre de 1999 y el 20 de junio de 2000

Código	Nombre	Concepto
BANCOS		
0011	BANCO DE SEVILLA, S.A., EN LIQUIDACIÓN	DISOLUCIÓN.
0123	BANCO DE HUELVA, S.A., EN LIQUIDACIÓN	DISOLUCIÓN.
0208	CRÉDIT LYONNAIS ESPAÑA, S.A.	CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS
COOPERATIVAS DE CRÉDITO		
3108	CAJA R. S. ANTONIO DE BENICASIM, S.C.C.V.	CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS.
3131	CAJA R. S. JOSÉ DE ARTANA, C.C.V.	CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS.
3154	CAJA RURAL DE LA CARLOTA, SDAD. COOP. ANDALUZA CTO. LIMITADA	DISOLUCIÓN.
3184	CAJA DE CRÉDITO DE ALCOY, COOPERATIVA CRÉDITO VALENCIANA	DISOLUCIÓN.
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO		
8370	FINANCIERAS AGRUPADAS, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	ESCISIÓN.
8808	ABACA CRÉDITO Y FINANCIACIÓN, E.F.C., S.A.	TRANSFORMACIÓN EN BANCO.
SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS		
0144	PARIBAS, SUCURSAL EN ESPAÑA	CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS.
0150	NATIONAL WESTMINSTER BANK PLC., SUCURSAL EN ESPAÑA	CIERRE.
0197	BANCO ESPIRITO SANTO S.A. SUCURSAL EN ESPAÑA	ANUNCIADO SU CIERRE.
0213	CASSA DI RISPARMIO DELLE PROVINCIE LOMBARDE (CARIPL0), S.P.A., SUCURSAL EN ESPAÑA	CIERRE
SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA		
9803	SOCIEDAD NACIONAL DE AVALES AL COMERCIO (SONAVALCO, S.G.R.), EN LIQUIDACIÓN	DISOLUCIÓN.
9811	CENTRO DE AVALES PARA LA INDUSTRIA Y LA EDICIÓN, S.G.R., EN LIQUIDACIÓN	DISOLUCIÓN.

ARTÍCULOS Y PUBLICACIONES
DEL BANCO DE ESPAÑA

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

1999	Mes	Pág.	1999	Mes	Pág.
Informe trimestral de la economía española	Ene	7	El auge de los fondos de inversión: causas, implicaciones y perspectivas	Jul-Ago	69
Determinantes de la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo	Ene	53	Diferenciales interregionales de inflación y sus implicaciones para la Unión Monetaria	Jul-Ago	79
Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998	Ene	61	La nueva información solicitada por el Banco de España sobre la actividad bancaria clasificada por países	Jul-Ago	83
Publicación del libro <i>Monetary Policy and Inflation in Spain</i>	Ene	101	Las entidades de tasación: información estadística 1998	Jul-Ago	97
Evolución reciente de la economía española	Feb	7	Regulación financiera: segundo trimestre de 1999	Jul-Ago	105
La evolución del empleo y del paro durante 1998	Feb	21	Evolución reciente de la economía española	Sep	9
La economía latinoamericana en perspectiva	Feb	27	Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 1999	Sep	23
Evolución reciente de la economía española	Mar	7	La evolución del empleo durante el segundo trimestre de 1999	Sep	35
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1998 y avance de cierre del ejercicio	Mar	21	Principales cambios incorporados en la Contabilidad Nacional de España, base 1995	Sep	41
El ciclo económico en España y su relación con el europeo	Mar	33	Los costes unitarios del trabajo y la toma de decisiones de política monetaria en el contexto de la UEM	Sep	55
Algunas consideraciones sobre el cálculo del saldo público ajustado del ciclo	Mar	39	La compensación bancaria en España mediante procedimientos electrónicos. Una breve visión histórica	Sep	65
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	9
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

2000	Mes	Pág.	2000	Mes	Pág.
La reforma del sistema de provisiones de insolvencia	Ene	79	Informe trimestral de la economía española	Abr	21
Evolución reciente de la economía española	Feb	9	La interpretación de los diferenciales de inflación en la Unión Monetaria	Abr	67
La evolución del empleo y del paro durante 1999	Feb	25	La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1999	Abr	77
Evolución de los flujos de rentas por intereses en España entre 1995 y 1999	Feb	33	Regulación financiera: primer trimestre de 2000	Abr	135
La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: efectos iniciales sobre el ahorro y los mercados financieros	Feb	43	Evolución reciente de la economía española	May	9
Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias	Feb	57	La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2000	May	23
Crecimiento, inflación y desarrollo del sistema financiero en la OCDE	Feb	69	Los nuevos mercados bursátiles: un instrumento para financiar la nueva economía	May	31
Evolución reciente de la economía española	Mar	9	Presentación de las cuentas financieras de la economía española. SEC/95. Serie 1995-1999	May	43
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1999 y avance de cierre del ejercicio	Mar	23	Conferencia de Clausura del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en las XXVII Jornadas de Mercados Financieros	Jun	9
Asimetrías de la economía española en el contexto de la UEM, según el modelo NIGEM	Mar	35	Evolución reciente de la economía española	Jun	17
Formación de precios a nivel empresarial e inflación: evidencia a partir de información sectorial	Mar	41	Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2000	Jun	31
El Banco Español de San Fernando: un predecesor del Banco de España (1829-1856)	Mar	47	Precios del petróleo e inflación en el área del euro	Jun	45
Reflexiones sobre la situación económica internacional. Conferencia pronunciada por el Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en el Club Siglo XXI	Abr	9	Las operaciones principales de financiación del Eurosistema: las razones del cambio a un sistema de subastas a tipo variable	Jun	55
			La rama de servicios en España: un análisis comparado	Jun	65

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)

CENTRAL DE BALANCES. RESULTADOS ANUALES DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS (monografía anual)

CIRCULARES A ENTIDADES DE CRÉDITO

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA. RECOPILOCIÓN (cuatrimestral)

REGISTROS DE ENTIDADES (anual)

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

52. ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y TERESA SASTRE: Ecuaciones de demanda para los nuevos agregados monetarios (1992). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
53. ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995).
54. JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996).
55. ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
56. JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
57. OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
58. JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)

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

59. JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M^a TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
60. ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
61. ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
62. ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
63. GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
64. FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
65. ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
66. ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
67. JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
68. ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

30. PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
31. BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II: La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
32. SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
33. FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
34. ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
35. M^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
36. CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
37. EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
38. ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 9713 JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: The balance-sheet transmission channel of monetary policy: The cases of Germany and Spain.
- 9714 OLYMPIA BOVER: Cambios en la composición del empleo y actividad laboral femenina.
- 9715 FRANCISCO DE CASTRO AND ALFONSO NOVALES: The joint dynamics of spot and forward exchange rates.
- 9716 JUAN CARLOS CABALLERO, JORGE MARTÍNEZ Y M^a TERESA SASTRE: La utilización de los índices de condiciones monetarias desde la perspectiva de un banco central.
- 9717 JOSÉ VIÑALS Y JUAN F. JIMENO: El mercado de trabajo español y la Unión Económica y Monetaria Europea.
- 9718 SAMUEL BENTOLILA: La inmovilidad del trabajo en las regiones españolas.
- 9719 ENRIQUE ALBEROLA, JUAN AYUSO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: When may peseta depreciations fuel inflation?
- 9720 JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: The back calculation of nominal historical series after the introduction of the european currency (An application to the GDP).
- 9721 UNA-LOUISE BELL: A comparative Analysis of the Aggregate Matching Process in France, Great Britain and Spain.
- 9722 FRANCISCO ALONSO SÁNCHEZ, JUAN AYUSO HUERTAS Y JORGE MARTÍNEZ PAGÉS: El poder predictivo de los tipos de interés sobre la tasa de inflación española.
- 9723 ISABEL ARGIMÓN, CONCHA ARTOLA Y JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO: Empresa pública y empresa privada: titularidad y eficiencia relativa.
- 9724 ENRIQUE ALBEROLA AND PIERFEDERICO ASDRUBALI: How do countries smooth regional disturbances? Risksharing in Spain: 1973-1993.
- 9725 ENRIQUE ALBEROLA, JOSÉ MANUEL MARQUÉS Y ALICIA SANCHÍS: Persistencia en el desempleo, independencia de los bancos centrales y su relación con la inflación. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9726 FRANCISCO ALONSO, JUAN AYUSO AND JORGE MARTÍNEZ PAGÉS: How informative are financial asset prices in Spain?
- 9727 JAVIER ANDRÉS, RICARDO MESTRE AND JAVIER VALLÉS: Monetary policy and exchange rate dynamics in the Spanish economy.
- 9728 JUAN J. DOLADO, JOSÉ M. GONZÁLEZ-PÁRAMO AND JOSÉ VIÑALS: A cost-benefit analysis of going from low inflation to price stability in Spain.
- 9801 ÁNGEL ESTRADA, PILAR GARCÍA PEREA, ALBERTO URTASUN Y JESÚS BRIONES: Indicadores de precios, costes y márgenes en las diversas ramas productivas.
- 9802 PILAR ÁLVAREZ CANAL: Evolución de la banca extranjera en el período 1992-1996.
- 9803 ÁNGEL ESTRADA Y ALBERTO URTASUN: Cuantificación de expectativas a partir de las encuestas de opinión.
- 9804 SOYOUNG KIM: Monetary Policy Rules and Business Cycles.
- 9805 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Guide for using the programs TRAMO and SEATS.
- 9806 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Disinflation, output and unemployment: the case of Spain.
- 9807 OLYMPIA BOVER, PILAR GARCÍA-PEREA AND PEDRO PORTUGAL: A comparative study of the Portuguese and Spanish labour markets.
- 9808 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Automatic modeling methods for univariate series.
- 9809 VÍCTOR GÓMEZ AND AGUSTÍN MARAVALL: Seasonal adjustment and signal extraction in economic time series.
- 9810 PABLO HERNÁNDEZ DE COS E IGNACIO HERNANDO: El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas.
- 9811 SOYOUNG KIM: Identifying European Monetary Policy Interactions: French and Spanish System with German Variables.
- 9812 JUAN AYUSO, ROBERTO BLANCO Y ALICIA SANCHÍS: Una clasificación por riesgo de los fondos de inversión españoles.
- 9813 JOSÉ VIÑALS: The retreat of inflation and the making of monetary policy: where do we stand?
- 9814 JUAN AYUSO, GRACIELA L. KAMINSKY AND DAVID LÓPEZ-SALIDO: A switching-regime model for the Spanish inflation: 1962-1997.
- 9815 ROBERTO BLANCO: Transmisión de información y volatilidad entre el mercado de futuros sobre el índice Ibex 35 y el mercado al contado.
- 9816 M^a CRUZ MANZANO E ISABEL SÁNCHEZ: Indicadores de expectativas sobre los tipos de interés a corto plazo. La información contenida en el mercado de opciones. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9817 ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, EMILIO MUÑOZ AND JUAN PEÑALOSA: The controllability of a monetary aggregate in EMU.
- 9818 JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ Y JAVIER SANTILLÁN FRAILE: El papel del euro en el Sistema Monetario Internacional.
- 9819 EVA ORTEGA: The Spanish business cycle and its relationship to Europe.
- 9820 EVA ORTEGA: Comparing Evaluation Methodologies for Stochastic Dynamic General Equilibrium Models.
- 9821 EVA ORTEGA: Assessing the fit of simulated multivariate dynamic models.
- 9822 CORAL GARCÍA Y ESTHER GORDO: Funciones trimestrales de exportación e importación para la economía española.
- 9823 ENRIQUE ALBEROLA-ILA AND TIMO TYRVÄINEN: Is there scope for inflation differentials in EMU? An empirical evaluation of the Balassa-Samuelson model in EMU countries.
- 9824 CONCHA ARTOLA E ISABEL ARGIMÓN: Titularidad y eficiencia relativa en las manufacturas españolas.
- 9825 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: The long-run effect of permanent disinflations.
- 9901 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ RESANO: Instrumentos derivados de los tipos *Overnight: call money swaps* y futuros sobre fondos federales.
- 9902 J. ANDRÉS, J. D. LÓPEZ-SALIDO AND J. VALLÉS: The liquidity effect in a small open economy model.
- 9903 OLYMPIA BOVER Y RAMÓN GÓMEZ: Nuevos resultados sobre la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9904 IGNACIO HERNANDO Y JOSEP A. TRIBÓ: Relación entre contratos laborales y financieros: Un estudio teórico para el caso español.

9905 CRISTINA MAZÓN AND SOLEDAD NÚÑEZ: On the optimality of treasury bond auctions: the Spanish case.

9906 NADINE WATSON: Bank Lending Channel Evidence at the Firm Level.

9907 JOSÉ VIÑALS: El marco general de la política monetaria única: racionalidad, consecuencias y cuestiones pendientes.

9908 OLYMPIA BOVER AND MANUEL ARELLANO: Learning about migration decisions from the migrants.

9909 OLYMPIA BOVER AND PILAR VELILLA: Migrations in Spain: Historical background and current trends.

9910 FERNANDO RESTOY: Los mercados financieros españoles ante la Unión Monetaria.

9911 LUIS J. ÁLVAREZ AND M^a DE LOS LLANOS MATEA: Underlying inflation measures in Spain.

9912 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Estimation of the business cycle: a modified Hodrick-Prescott filter.

9913 ENRIQUE ALBEROLA AND JOSÉ MANUEL MARQUÉS: On the relevance and nature of regional inflation differentials: The case of Spain.

9914 AGUSTÍN MARAVALL: An application of tramo and SEATS. Report for the «Seasonal Adjustment Research Appraisal» project.

9915 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Seasonal outliers in time series.

9916 ENRIQUE ALBEROLA AND HUMBERTO LÓPEZ: Internal and external exchange rate equilibrium in a cointegration framework. An application to the Spanish Peseta.

9917 JOSÉ VIÑALS AND JAVIER VALLÉS: On the real effects of monetary policy: A central banker's view.

9918 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Short-term and long-term trends, seasonal adjustment, and the business cycle.

9919 J. ANDRÉS, J. D. LÓPEZ-SALIDO AND J. VALLÉS: Intertemporal substitution and the liquidity effect in a sticky price model.

9920 J. ANDRÉS, I. HERNANDO AND J. D. LÓPEZ-SALIDO: The role of the financial system in the growth-inflation link: The OECD experience.

9921 ÁNGEL ESTRADA AND IGNACIO HERNANDO: Microeconomic price adjustments and inflation: Evidence from Spanish sectoral data.

9922 CONCHA ARTOLA AND UNA-LOUISE BELL: Identifying Labour Market Dynamics using Labour Force Survey Data.

9923 JUAN AYUSO AND ROBERTO BLANCO: Has financial market integration increased during the nineties?

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

0001 GEORGES SIOTIS: Market power, total factor productivity growth, and structural change. An illustration for Spain, 1983-1996.

0002 ALBERTO CABRERO: Seasonal adjustment in economic time series: The experience of the Banco de España (with the model-based method).

0003 LUIS GORDO Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El sistema de financiación vigente para el período 1997-2001. (Publicada una edición en inglés con el mismo número).

0004 J. ANDRÉS, F. BALLABRIGA AND J. VALLÉS: Monetary Policy and Exchange Rate Behavior in the Fiscal Theory of the Price Level.

EDICIONES VARIAS (1)

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Carlos (1782-1829) (1988) (**).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Comentarios a las sentencias del Tribunal Constitucional de 22 de marzo de 1988 (1988). 1.040 PTA (*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Mercado de valores. Ley 24/1988, de 28 de julio (1988). 1.560 PTA (*).

FERNANDO SERRANO MANGAS: Armadas y flotas de la plata (1620-1648) (1989). 2.080 PTA (*).

MARÍA TERESA OLAZ NAVARRO: Inventario de los fondos del Banco de San Carlos en archivos del Estado (1989) 1.560 PTA (*).

BANCO DE ESPAÑA: Registros especiales a cargo del Banco de España. Resumen histórico de variaciones. (Años 1970 a 1989) (1990). 1.040 PTA (*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de entidades de depósito y otros intermediarios financieros: normativa *autonómica* (1990). Segunda edición. 6.000 PTA (*).

BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 8.000 PTA (*).

PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 2.080 PTA (*).

SERVICIOS JURÍDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito: normativa general. 3^a ed. (1994). 6.000 PTA (*).

MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 520 PTA (*).

BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 832 PTA (*).

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 1.040 PTA (*).

RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (***).

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (**).

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 500 PTA (*).

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 4.680 PTA (*).

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (****).

SERVICIO JURÍDICO DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito. 4^a 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(*).

PABLO MARTÍN ACEÑA: El servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 1.500 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).

